

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

D i s e r t a č n í p r á c e

Nepřímá držba cenných papírů

Praha 2010

Mgr. Ondřej Vondráček LL.M

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

D i s e r t a č n í p r á c e

Nepřímá držba cenných papírů
Intermediated Holding of Securities

Mgr. Ondřej Vondráček LL.M

Školitel: Prof. JUDr. Stanislava Černá, CSc.

Září 2010

Prohlašuji, že jsem tuto disertační práci vypracoval samostatně a všechny
prameny jsem vyznačil způsobem ve vědecké práci obvyklým.

V Praze, dne 27.9.2010

Mgr. Ondřej Vondráček LL.M

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych poděkoval školitelce Prof. JUDr. Stanislavě Černé, CSc. za pečlivé a odborné vedení disertační práce.

SHRNUTÍ

Tato práce se zabývá fenoménem nepřímé držby cenných papírů, jež v posledních letech změnila vnímání právní podstaty cenných papírů a právních vztahů k nim.

Nepřímá držba cenných papírů je relativně mladým institutem oblasti práva kapitálových trhů a práva cenných papírů. Se stejnou silou jakou globalizace transformuje pojetí obchodu se zbožím hmotného charakteru, přeměňuje i tržní prostředí abstraktních výtvorů, jimiž jsou cenné papíry a práva k nim. Působením této metamorfózy přestávají být cenné papíry obchodovány jako zboží, které je třeba fyzicky doručit či předat, a jsou čím dál tím více obchodovány jako nehmotné objekty, jejichž cirkulace probíhá pouze prováděním elektronických záznamů na účtech cenných papírů.

V dobách, kdy finančním trhům dominovaly listinné cenné papíry, měl majitel cenného papíru přímý vztah jak k cennému papíru, tak k emitentovi cenného papíru. Díky dvojí právní fikci, jež jednak vtělila práva s cennými papíry spojená do listiny sloužící jako hmotný nosič záznamu těchto práv, a jednak přiznala této listině status věci movité, bylo umožněno majitelům cenných papírů nakládat s cenným papírem jako s jakoukoli jinou hmotnou věcí. Revoluční myšlenka vtělená do právní fikce inkorporující práva z cenných papírů do listiny a považující tuto listinu za hmotnou movitou věc se na konci 19. století a v první polovině 20. století stala jedním z hlavních motorů rozmachu cenných papírů a obchodů s nimi, neboť tehdy radikálně snížila transakční náklady spojené s obchodováním s cennými papíry.

Bohužel rozvoj obchodování s cennými papíry dosáhl takového stupně, že se tato právní fikce později naopak stala zásadní brzdou expanze kapitálových trhů. Z tohoto důvodu dispozice s cennými papíry a jejich držba musely nevyhnutelně doznat podstatných změn. Drtivá většina cenných papírů proto v dnešní době existuje pouze v podobě elektronických záznamů na účtech cenných papírů

vedených prostředníky. Vztah majitele k těmto cenným papírům je pouze nepřímý, neboť může být vykonáván pouze pomocí prostředníka, jenž provádí dispozice s cennými papíry na základě příkazů majitele prostřednictvím změn záznamů na účtu, jenž pro jeho majitele vede; to platí v omezené míře i pro výkon práv spojených s cennými papíry vůči emitentovi.

Tato změna základních paradigmat týkajících se existence a nakládání s cennými papíry s sebou nese vznik nových rizik a potřebu adaptace právní úpravy cenných papírů těmto novým rizikům. První část této práce se proto zabývá analýzou rizik vyplývajících z nepřímé držby cenných papírů a obecnými východisky právní úpravy cenných papírů ve světle těchto rizik. Druhá a třetí část poté rozkrývají existující právní úpravu jednotlivých základních prvků nepřímé držby, jimiž jsou nepřímo držené cenné papíry, účet cenných papírů, majitel účtu a prostředník vedoucí tento účet. Struktura jednotlivých částí týkajících se uvedených individuálních elementů nepřímé držby je totožná: vždy vychází nejdříve z funkčního pojetí nepřímé držby použitého při přípravě Úmluvy UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímé držby cenných papírů z roku 2009, na které navazuje analýza právních konceptů jednotlivých elementů nepřímé držby v pojetí právních řádů spadajících jak do skupiny systémů přímého vlastnictví, tak do skupiny více vrstevných systémů držby; konečně v poslední fázi jsou podrobeny zkoumání tytéž prvky nepřímé držby v perspektivě českého právního řádu.

Učinila-li česká legislativa přijetím právní úpravy ohledně vedení elektronických evidencí cenných papírů a ustanovením centrálního depozitáře významný, byť ne zcela dostatečný, krok směrem k integraci moderních systémů nepřímé držby cenných papírů, nelze to samé tvrdit ohledně právní teorie v oblasti práva cenných papírů a kapitálových trhů. S výjimkou několika dílčích publikací se česká právní teorie doposud neodhodlala ke komplexnější analýze fenoménu nepřímé držby cenných papírů, jenž činí tradiční právní koncepty použitelné na přímo držené listinné cenné papíry neaplikovatelné na nepřímo držené dematerializované cenné papíry.

Hlavním cílem této práce proto je zaplnit toto vakuum, a to jednak provedením analýzy institutu nepřímé držby a nepřímo drženého cenného papíru v některých zahraničních právních řádech, a jednak aplikací závěrů této analýzy na obdobné instituty v českém právním řádu.

Souvisejícím cílem této práce je poukázat na neudržitelnost pojetí cenného papíru založeného na listinném cenném papíru a nově formulovat základní stavební kameny pojetí cenného papíru na základě nového paradigmatu, jímž je nehmotný cenný papír elektronicky evidovaný na účtu cenných papírů. Jakkoli se může tento přístup zdát na první pohled odvážný, nelze nevidět, že nastíněná změna v teoretickém přístupu k cenným papírům v řadě ekonomicky vyspělých zemí kontinentálního i anglosaského práva již proběhla, přičemž v některých zemích byla následována i zevrubnou reformou soukromoprávní úpravy cenných papírů a právních vztahů k nim.

Přijetí Úmluvy UNIDROIT ohledně hmotněprávních ustanovení týkajících se nepřímo držených cenných papírů na konci roku 2009 je důkazem, že snahy o vytvoření funkčního globálního právního rámce pro nepřímou držbu nevyzněly naprázdno. Vytváření jednotných norem pro nepřímou držbu cenných papírů nicméně ukázalo nástrahy v podobě dogmatických koncepčních divergencí mezi jednotlivými právními řády.

Na toto nové pojetí nepřímé držby by měl navázat český zákonodárce vypracováním nové speciální právní úpravy pro zaknihované cenné papíry a jejich nepřímou držbu na základě funkčního přístupu a při použití neutrální terminologie, pokud možno nepostižené zastaralými právními koncepty vycházejícími z listinných cenných papírů. Vymezení zaknihovaných cenných papírů, jako nových objektů soukromého práva, by se nemělo soustředit pouze na nosič cenného papíru, ale mělo by vycházet ze subjektivních práv převoditelných změnou záznamu na účtu, jež jsou skutečnou podstatou zaknihovaných cenných papírů.

ABSTRACT

This thesis deals with the phenomenon of the intermediated holding of securities which has recently changed the perception of the legal nature of securities as well as the rights connected with them.

The intermediated holding of securities is a relatively new notion in the area of capital markets and securities law. In the same way globalisation has transformed the approach to the commerce of tangible goods it has also changed the market environment for the abstract creations represented by securities and rights connected with them. The impact of this metamorphosis has meant that securities are no longer traded as goods requiring physical transfer and delivery but are instead increasingly traded as intangibles circulating only through changes made to electronic records in securities accounts.

When financial markets were dominated by certificated securities their holders had a direct relationship, both to the security and to its issuer. Due to the operation of a double legal fiction which, on the one hand, incorporated the rights flowing from the securities in the certificate serving as a corporeal means of transport for the record of these rights, and, on the other, granted to this certificate the status of a movable asset, the holders of securities could trade the security in the same way as with any other physical goods. This revolutionary idea - the legal fiction incorporating rights flowing from the security into a certificate and considering this certificate as a tangible movable asset – became, at the end of 19th and in the first half of 20th centuries, one of the main drivers of the boom in securities trading since it radically reduced related transaction costs.

Unfortunately, the subsequent development of securities trading reached such intensity that this legal fiction later became the key impediment to the expansion of capital markets. In consequence, the trading as well as holding patterns of securities had to undergo a substantial transformation. As a result,

the overwhelming majority of securities exist today only in the form of an electronic record in the securities account maintained by the intermediary. The relation of the holder to these securities is only indirect since it can be exercised only through the intermediary who performs the transactions with the securities on the basis of the account holder's instruction by way of a change in the records on the account which it maintains for the account holder; to a limited extent the same holds true also for the assertion of rights flowing from the securities to the issuer.

While Czech legislation – thanks to the adoption of legal rules regarding the maintenance of electronic securities accounts and the establishment of a central depository – has made an important, although not entirely sufficient, step towards the integration of modern systems of indirect securities holding, the same cannot be said with respect to legal doctrine in the area of securities and capital market law. With the exception of a limited number of publications on individual issues, Czech doctrine has so far avoided a more complex examination of the phenomenon of intermediated securities holding, which in fact makes traditional legal concepts applied to directly held certificated securities unusable in the context of indirectly held intangible securities.

The primary objective of this thesis is thus to fill this vacuum on the basis of an analysis of the notion of intermediated holding and the intermediated security in certain foreign laws and by applying the conclusions of this analysis to similar notions currently existing under Czech law.

The secondary goal is to stress the impossibility of maintaining the concept of a security based on a certificate and to formulate new fundamentals of the concept of a security using the new paradigm of an intangible security recorded electronically on the securities account. However courageous this approach may appear, it must not be forgotten that the outlined change in the doctrinal approach to the securities has already taken place in a number of economically developed civil law and common law countries and that, in some

of them, this was followed by an in-depth reform of private law rules on securities and rights connected with them.

The adoption of the UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities at the end of 2009 demonstrates that the efforts to create a functional global legal framework for intermediated holdings of securities were not vain. The drafting of uniform rules for th intermediated holdings of securities has, however, revealed traps in the dogmatic conceptual divergencies among individual national laws.

This new approach to the intermediated holdings of securities should be followed up by the Czech legislator by creation of a new special legal framework for intermediated securities and their intermediated holdings. He should base himself on the the functional approach while using as far as possible neutral terminology not stained with the old notions stemming from certificated securities. The definition of intermediated securities, as new objects of private law, should not concentrate on the medium for the security, but should be based on subjective rights transferable by a record in a securities account which represents the real nature of intermediated holdings.

OBSAH

ÚVOD	16
ČÁST PRVNÍ - RIZIKA NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ A VÝCHODISKA JEJICH REGULACE	31
DÍL PRVNÍ – IDENTIFIKACE RIZIK NEPŘÍMÉ DRŽBY	32
Oddíl 1 – Rizika nepřímé držby	33
Oddíl 2 – Systémové riziko	38
Oddíl 3 – Právní riziko	40
Kapitola 1 – Zdroje právního rizika uvnitř právního řádu	42
Kapitola 2 – Zdroje právního rizika vyplývající z nekompatibility právních řádů	47
Oddíl 4 – Rizika nepřímé držby v českém právním řádu	50
Kapitola 1 – Vnitřní rizika	53
Kapitola 2 – Vnější rizika	55
DÍL DRUHÝ – TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁVNÍ ÚPRAVY NEPŘÍMÉ DRŽBY	57
Oddíl 1 – Konvergenční přístup	59
Kapitola 1 – Globální konvergenční model	61
Kapitola 2 – Evropský konvergenční model	64
Kapitola 3 – Zajištění kompatibility s jinými právními řády mimo dosah konvergenčního modelu	69
Oddíl 2 – Limitace konvergenčního přístupu	74
Oddíl 3 – Regulace rizik nepřímé držby v českém právním řádu	76
Kapitola 1 – Obecné aspekty	76
Kapitola 2 – Specifické aspekty	80
Kapitola 3 – Zajištění kompatibility s jinými právními řády	85
ČÁST DRUHÁ – OBJEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ	87
DÍL PRVNÍ – SYSTÉMY NEPŘÍMÉ DRŽBY	87
Oddíl 1 – Systémy přímého vlastnictví a systémy vícevrstevných oprávnění	88
Oddíl 2 – Systémy transparentní a netransparentní	90
Oddíl 3 – Systémy podmíněné a nepodmíněné	95
Oddíl 4 – Zařazení českého právního řádu do klasifikace systémů nepřímé držby	98
DÍL DRUHÝ – NEPŘÍMO DRŽENÉ CENNÉ PAPÍRY	103
Oddíl 1 – Funkční analýza nepřímo držených cenných papírů	105
Kapitola 1 – Nepřímo držené cenné papíry z hlediska jejich ekonomické funkce a podstaty	105
Kapitola 2 – Nepřímo držené cenné papíry z hlediska jejich právní funkce a podstaty	112
Oddíl 2 – Nepřímo držené cenné papíry jako objekt soukromoprávních vztahů	132
Kapitola 1 – Nepřímo držený cenný papír jako jednotlivá hmotná věc	133
Kapitola 2 – Nepřímo držený cenný papír jako abstraktní souhrn majetkových hodnot a „zvěcnělé“ právo k tomuto souhrnu	136
Kapitola 3 – Nepřímo držený cenný papír jako pohledávka a věc nehmotná	147
Kapitola 4 – Nepřímo držený cenný papír jako právní objekt sui generis	149
Oddíl 4 – Pojetí nepřímo držených cenných papírů v českém právu	153
DÍL TŘETÍ – ÚČET CENNÝCH PAPÍRŮ	167
Oddíl 1 – Funkční pojetí účtu cenných papírů	168
Oddíl 2 – Právní pojetí účtu cenných papírů	171
Kapitola 1 – Účet cenných papírů jako věc hromadná?	175
Kapitola 2 – Účet cenných papírů jako účetní dokument a důkazní prostředek	178
Kapitola 3 – Účet cenných papírů jako smluvní závazkový vztah	181
Kapitola 4 – Účet cenných papírů jako finanční aktivum	184
Kapitola 5 – Účet cenných papírů jako důkazní prostředek o existenci trustu	186
Oddíl 3 – Účet cenných papírů v českém právu	191
ČÁST TŘETÍ – SUBJEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY	199
DÍL PRVNÍ – PRÁVNÍ VZTAHY MEZI SUBJEKTY NEPŘÍMÉ DRŽBY CENNÝCH PAPÍRŮ	200
Oddíl 1 – Funkční pojetí vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem	201
Kapitola 1 – Povinnost prostředníka zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů	202

Kapitola 2 – Povinnost prostředníka vykonávat příkazy majitele účtu	204
Kapitola 3 – Povinnost prostředníka umožnit využití ekonomické hodnoty cenného papíru	206
Kapitola 4 – Povinnost převést nepřímo držený cenný papír na účet k jinému prostředníkovi a/nebo ho přeměnit do jiné podoby a vydat majiteli účtu	210
Kapitola 5 – Odpovědnost prostředníka	212
<i>Oddíl 2 – Právní kvalifikace vztahu mezi konečným majitelem a přímým prostředníkem...</i>	<i>217</i>
Kapitola 1 – Smlouva o úschově	218
Kapitola 2 – Zvláštní typ smlouvy o úschově	227
Kapitola 3 – Zvláštní smluvní typ	232
Kapitola 4 – Cenné oprávnění (závazkověprávní aspekty)	237
Kapitola 5 – Trust	243
<i>Oddíl 3 – Právní kvalifikace vztahu mezi konečným majitelem a přímým prostředníkem v českém právu</i>	<i>249</i>
DÍL DRUHÝ – KONEČNÝ MAJITEL ÚČTU CENNÝCH PAPÍRŮ	254
<i>Oddíl 1 – Funkční analýza postavení konečného majitele účtu a jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům</i>	<i>255</i>
<i>Oddíl 2 – Právní postavení majitele účtu a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům</i>	<i>257</i>
Kapitola 1 – Vlastnické právo	259
Kapitola 2 – Spoluvlastnické či věcné právo sui generis	261
Kapitola 3 – Zvláštní vlastnické právo	268
Kapitola 4 – Cenné oprávnění (věcněprávní aspekty)	270
Kapitola 5 – Ekonomické vlastnictví	271
<i>Oddíl 3 – Právní postavení majitele účtu a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům v českém právu</i>	<i>275</i>
DÍL TŘETÍ – PROSTŘEDNÍK	281
<i>Oddíl 1 – Funkční analýza postavení prostředníka</i>	<i>285</i>
<i>Oddíl 2 – Právní postavení prostředníka a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele</i>	<i>296</i>
Kapitola 1 – Detentor	298
Kapitola 2 – Přímý a nepřímý držitel cizího práva	300
Kapitola 3 – Osoba s oprávněním sui generis	302
Kapitola 4 – Právní / ekonomický vlastník (správce trustu)	307
<i>Oddíl 3 – Právní postavení prostředníka a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele v českém právu</i>	<i>310</i>
ZÁVĚR	313
BIBLIOGRAFIE	315

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

ABGB – obecný občanský zákoník („*Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch*“) z 1. června 1812 (Patent vom 1ten Junius 1811, JGS Nr. 946/1811) v platném znění v Rakouské spolkové republice

AktG (německý) – německý zákon o akciových společnostech („*Aktiengesetz*“) ze 6. září 1965 (BGBl. I S. 1089) v platném znění

Anglické zásady FMLC - Zásady pro legislativní statut pro nepřímo držené cenné papíry anglického common law („*A statement of principles for an investment securities statute*“), 3. července 2004

Bernasconiho zpráva – Zpráva prvního sekretáře Stálé kanceláře Haagské konference mezinárodního práva soukromého Christopha Bernasconiho „*Právo použitelné na dispoziční úkony s cennými papíry drženými v rámci systému nepřímé držby*“ z 1. listopadu 2000

BGB – německý občanský zákoník („*Bürgerliches Gesetzbuch*“) z 18. srpna 1896 (RGBl. S. 195), v platném znění

BSchuWG – německý zákon o zadlužení spolku („*Bundesschuldenwesengesetz*“) z 12. července 2006, BGBl. I 1466, v platném znění

Cass. com. (event. Cass. Civ. či Cass. crim.) – rozhodnutí francouzského kasačního soudu (Cour de cassation); zkratka „com.“ odkazuje na obchodní senát tohoto soudu (ve fr. „*chambre commerciale*“), zkratka „civ.“ na občanský senát (ve fr. „*chambre civile*“), zkratka „crim.“ odkazuje na trestní senát (ve fr. „*chambre criminelle*“)

CMF – francouzský peněžní a finanční zákoník („*Code monétaire et financier*“), v platném znění

Code civil (francouzský, belgický, lucemburský) – občanský zákoník, v platném znění v uvedených zemích vycházející z francouzského Code civil z 21. března 1804

DepotG (německý) - zákon o úschově a nabytí cenných papírů („*Depotgesetz*“) ze dne 3. února 1937, RGBL. I. S171 (účinný od 1. května 1937), v platném znění

DepotG (rakouský) – spolkový zákon o úschově a nabytí cenných papírů („*Depotgesetz*“) ze dne 22. října 1969, BGBl. Nr. 424/1969, (účinný od 1. ledna 1970) v platném znění

Dotazník LCG-EC – Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU, Evropská komise - Skupina právní jistoty, („*EU Clearing and Settlement - Questionnaire, Legal Certainty Group – European Commission*“), MARKT/G2/MNCT D(2005), 24. dubna 2006

Dotazník LCG-EC: U.S. response - Federální rezervní banka New York (Federal Reserve Bank of New York), Odpověď na Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU připravený Evropskou komisí a Skupinou právní jistoty, 6. března 2006

Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI - Zpráva technické pracovní skupiny ustanovené ministerstvem financí [švýcarské] konfederace k návrhu spolkového zákona o nepřímo držených cenných papírech a k ratifikaci Haagské úmluvy, 15. července 2004

Haagská úmluva – Úmluva z 5. července 2006 o rozhodném právním řádu ohledně určitých práv k cenným papírům drženým přes prostředníka („*Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with Intermediary*“)

ISDA – Mezinárodní swapová a derivátová asociace („*International Swap and Derivatives Association*“)

JIBFL – Journal of International Banking and Financial Law

LCTIF – lucemburský zákon z 1. srpna 2001 o oběhu cenných papírů a ostatních zastupitelných finančních nástrojů („*Loi du 1er août 2001 concernant la*

circulation de titres et d'autres instruments fongibles”), Mémorial A, n° 106 du 31 août 2001

LTI - švýcarský zákon o nepřímo držených cenných papírech („*Loi fédérale sur les titres intermédiés*”) ze 3. srpna 2008, Recueil officiel du Droit Fédéral, 29 juillet 2007, n° 29, str. 3577

Nařízení AMF – obecné nařízení francouzského Úřadu pro dozor nad finančními trhy („*Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*“), v platném znění

Nařízení č. 62 (belgické) – královské nařízení č. 62 z 11. listopadu 1967 podporující oběh finančních nástrojů („*Arrêté royal n° 62 du 11 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers*”), Moniteur belge du 14 novembre 1967, str. 11799, v platném znění

Návrh oficiálního komentáře – návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Draft of the Official Commentary on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*”), 3. července 2009

nNOZ – vládní návrh nového občanského zákoníku

OZ – zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v platném znění.

OZO – obecný zákoník občanský („*Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch*”) z 1. června 1812, recipovaný do československého právního řádu zákonem č. 11/1918 Sb.

ObchZ – zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění.

NS – Nejvyšší soud České republiky

UCC – jednotný americký obchodní zákoník („*Uniform Commercial Code*“)

ZCP – zákon č. 592/1991 Sb., o cenných papírech, v platném znění

ZKI – zákon č. 189/2004, Sb., o kolektivním investování, v platném znění

ZPKT – zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění

Ženevská úmluva UNIDROIT – Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů z 9. října 2009

Úvod

Nepřímá držba cenných papírů je relativně mladým institutem oblasti práva zabývajícího se kapitálovými trhy a cennými papíry. Nepřímá držba cenných papírů je přímým produktem fenoménu globalizace finančních trhů, jehož jsme svědky od počátku devadesátých let minulého století. Se stejnou silou jakou globalizace transformuje pojetí obchodu se zbožím hmotného charakteru, přeměňuje i tržní prostředí abstraktních výtvorů, jimiž jsou cenné papíry a práva k nim. Působením této metamorfózy přestávají být cenné papíry obchodovány jako zboží, které je třeba fyzicky doručit či předat, a jsou čím dál tím více obchodovány jako nehmotné objekty, jejichž cirkulace probíhá pouze prováděním elektronických záznamů na účtech cenných papírů. Vytváří-li nepřímá držba cenných papírů, a z ní vyplývající pojetí cenných papírů jako nehmotných objektů, dojem zbrusu nového právního fenoménu vzniklého syntézou globalizace a současné technologické revoluce v oblasti komunikačních prostředků, o to překvapivěji působí zjištění, že toto pojetí cenných papírů existovalo již v 18. a 19. století, kdy se na pozadí industriální revoluce teprve tvořily mnohé ekonomické a právní instituty současných moderních finančních trhů.

Základem obchodního prostředí po celé 18. a 19. století byly osobní obchodní společnosti. Kapitálové společnosti se do poloviny 19. století objevovaly pouze sporadicky obvykle jako nástupkyně koncesovaných společností veřejného charakteru realizující státní zájmy v rámci industrializace či kolonializace. Tyto společnosti – zejména v kontinentální Evropě – získávaly zdroje financování zpravidla prostřednictvím bankovních úvěrů. Financování pomocí kapitálových trhů bylo spíše doménou států či státních korporací.¹ Navzdory tomuto pro rozvoj kapitálových trhů ne příliš příznivému prostředí a skutečnosti, že vývoj jednotlivých kapitálových trhů probíhal z důvodu absence dnešních komunikačních prostředků odděleně bez vzájemného kontaktu, existoval zhruba do poloviny 19. století napříč různými právními řády neobvyklý konsensus

¹ Siems, M. M., The Foundations of Securities Law, 10. září 2008, Social Science Network

ohledně charakteru práv vůči emitentům účastnických či dluhových cenných papírů. Jak právní řády common law, tak kontinentální právní řády vymezovaly tato práva jako pohledávky či práva nehmotného charakteru a to přesto, že stejně jako dnes existence těchto práv byla dokumentována listinami obdobnými dnešním listinným cenným papírům.²

Toto pojetí cenného papíru jako nehmotné veličiny vyplývalo z charakteru práva investora jako společníka v osobních společnostech. Právo investora vůči ostatním společníkům bylo kvalifikováno jako osobní závazek. Převod tohoto práva se mohl uskutečnit pouze novací, jež vyžadovala kromě stran převodu i účast společnosti, která k takovému úkonu musela dát souhlas.³ Zmíněný osobní prvek, jako základní kvalifikační prvek determinující charakter práva investora k emitentovi jako závazek, ovšem chyběl u státních obligací či u kapitálových společností. Nicméně i práva vůči těmto emitentům byla považována za pohledávky jak v právních řádech common law, tak v právních řádech kontinentálního typu, a to přesto, že tato práva zejména zemích germánské právní tradice byla zaznamenávána na listinách ne nepodobných dnešním listinným cenným papírům. Rizika spojená s cesí pohledávek byla řešena buď pomocí ustavení zvláštního režimu postoupení pohledávek směřujících vůči emitentům (Rakousko)⁴ či analogickým použitím režimu nakládání s věcmi movitými na tyto pohledávky. Důvodem pro toto analogické použití však nebyla podobnost listiny dokumentující existenci této pohledávky s věcí movitou, nýbrž skutečnost, že se stalo obchodní zvyklostí převádět pohledávky vůči emitentům předáním takového

Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=1089747>, str. 4 - 7.

2 Micheler, E.: Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence : The Case of Investment Securities, 31. ledna 2006, Social Science Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880110, str. 25 a 38.

3 Tento souhlas se po příchodu akciových společností změnil v pouhý záznam v seznamu akcionářů, který zbyl jako pozůstatek uvedené praxe. Tímto způsobem se vyvinuly akcie na jméno, k jejichž převodu je stále nutný záznam v seznamu akcionářů - nikoli pouhá tradice či rubopis - a jež si díky tomu zejména v právních řádech common law podržely status nehmotných objektů stejně jako práva k těmto cenným papírům, jež jsou považována za práva nehmotná.

4 Ustanovení § 1393 rakouského ABGB.

listiny (Německo).⁵ Z posléze uvedeného pojetí, jež z historického pohledu převážilo, se vyvinul systém přímé držby cenných papírů. V rámci tohoto systému byly cenné papíry vlastněny či drženy po většinu 20. století. Nastíněný právní vývoj ukazuje, že právo cenných papírů se vyvíjelo pomocí adaptace práva ekonomické reality a nikoli adaptací reality právními normám. Pokud by tomu tak nebylo, nikdy by nemohlo dojít k inkorporaci práv vůči emitentovi do listiny jako jeho hmotného nosiče či k možnosti převedení těchto práv předáním listiny či rubopisem, a to i od nevlastníka, je-li nabyvatel v dobré víře, tj. k fenoménům, jež v současné době považujeme za naprosto samozřejmé.

V rámci systému přímé držby má majitel cenného papíru přímý vztah k cennému papíru i k jeho emitentovi. Díky dvojí právní fikci, jež jednak vtělila práva s cennými papíry spojená do listiny sloužící jako hmotný nosič záznamu těchto práv, a jednak přiznala této listině status věci movité, bylo umožněno majitelům cenných papírů nakládat s cenným papírem jako s jakoukoli jinou hmotnou věcí. Měl-li majitel listinného cenného papíru v úmyslu tento cenný papír pouze držet a brát z něho užitky, například výplaty dividend, uložil ho buď u sebe jako jiné domácí cennosti či dal tento cenný papír do úschovy třetí osobě. Byl-li nucen listinný cenný papír prezentovat za účelem výkonu či uplatnění práv spojených s cennými papíry, vyzvedl majitel listinného cenného papíru tento cenný papír z domácí či jiné úschovy a fyzicky ho doručil emitentovi. Podobně chtěl-li majitel listinného cenného papíru tento cenný papír převést či zastavit, musel tento cenný papír nabyvateli či zástavnímu věřiteli fyzicky předat stejně jako jakoukoli jinou movitou věc. Revoluční myšlenka vtělená do právní fikce inkorporující práva z cenných papírů do listiny a považující tuto listinu za hmotnou movitou věc se na konci 19. století a v první polovině 20. století stala jedním z hlavních motorů rozmachu obchodování s cennými papíry, neboť tehdy radikálně snížila transakční náklady spojené tímto obchodováním.⁶ Bohužel rozvoj obchodování s cennými

⁵ Micheler, E.: (op. cit. pozn. č. 1), str. 16 -17.

⁶ Thévenoz, L.: Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, September 2007, Social

papíry dosáhl takového stupně, že se tato právní fikce později naopak stala zásadní brzdou rozvoje finančních trhů. Vyhotovení listinných cenných papírů a jejich fyzické předání ve velkých množstvích zvýšily transakčních náklady obchodování nad únosnou míru. Na konci 60. let 20. století způsobily dokonce úplný kolaps obchodování na finančních trzích (tzv. paperwork crisis).⁷ Z tohoto důvodu musely dispozice s cennými papíry a jejich držba nevyhnutelně doznat podstatných změn.

Tyto změny vyvolané potřebou zvýšené rychlosti, efektivity a ekonomie způsobů obchodování s cennými papíry se vyskytly v podobě tří fenoménů: imobilizace, dematerializace a internacionalizace. Tyto fenomény změnily nejen realitu finančních trhů, ale i právní podstatu cenných papírů a práv k nim. Fenomény imobilizace a dematerializace byly poprvé popsány na obecné úrovni ve „*Zprávě skupiny G-30 o systémech zúčtování a vypořádání na světových trzích cenných papírů*“ z roku 1989 (dále jen „*Zpráva G-30*“). Tato zpráva definovala pojem imobilizace jako „*uložení listinných cenných papírů v úschově za účelem eliminace fyzického předání listinných nosičů či dokumentů při převodu vlastnictví*“ a pojem dematerializace jako „*eliminaci listinných nosičů či dokumentů, jež představují vlastnický titul k cenným papírům, takže cenné papíry existují pouze v podobě elektronických záznamů*.“ Společným charakterem imobilizace a dematerializace je jejich cíl předejít fyzickým předávkám listinných cenných papírů při transakcích s nimi. Ovšem zatímco v případě imobilizace existuje v rámci každé emise alespoň jeden cenný papír v listinné podobě, tzv. hromadná listina či globální certifikát uložený u prostředníka či depozitáře, jež představuje souhrn všech cenných papírů vydaných v rámci této emise, ze které jsou odvozeny jednotlivé cenné papíry ve formě záznamů na účtu cenných papírů, v případě dematerializace neexistuje v rámci emise žádný cenný papír v listinné podobě, neboť cenné papíry jsou emitovány tzv. „*přímo na obrazovku*“, tj. přímým vytvořením záznamu do právními předpisy upravené elektronické

Science Research Network Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=1008859>, str. 2.

evidence. Dalším rozdílem mezi imobilizací a dematerializací je skutečnost, že imobilizace je fenoménem více méně spontánně se vytvořivším na základě právního obyčeje či obchodních zvyklostí na finančních trzích. Pro její použití v daném právním řádu zpravidla není třeba zvláštních zákonných ustanovení, neboť se jedná o soukromoprávní formu elektronizace cenných papírů. Naproti tomu dematerializace se obvykle bez výslovného ukotvení v právních předpisech zákonodárcem neobejde, neboť se jedná se o veřejnoprávní formu elektronizace cenných papírů.⁸ Ač fenomény imobilizace a dematerializace existují v současnosti na finančních trzích paralelně, je imobilizace někdy považována za nižší vývojový stupeň dematerializace či přechodnou fázi před definitivním přechodem k dematerializaci.⁹ Účinky obou fenoménů byly v poslední době znásobeny postupným rušením formálních požadavků dříve nutných k učinění dispozic s cennými papíry účinnými vůči třetím osobám tak, že k provedení dispozice s cenným papírem již není zapotřebí žádná formální náležitost s výjimkou připsání cenného papíru na účet nabyvatele a odpovídajícího odepsání cenného papíru z účtu převodce. Díky tomu odpadá nejen fyzické předání cenných papírů, ale i jakékoli další formální úkony, jako například zápis ve veřejné evidenci či notářské ověření podpisů na smlouvě o převodu cenných papírů.

Posledním významným fenoménem, jež zasáhl držbu cenných papírů je fenomén internacionalizace. Internacionalizací rozumíme skutečnost, že stále větší a větší množství cenných papírů je drženo v rámci struktur, které přesahují hranice jednoho právního řádu. Tento fenomén má za následek zvýšené právní riziko pro investory, neboť jednotlivé právní řády, jimiž daná vlastnická struktura prostupuje, mohou kvalifikovat vzájemné vztahy odlišně. To může vyvolávat značnou právní nejistotu jak pro jednotlivce, tak pro fungování celých tržních infrastruktur. Z tohoto důvodu je na mezinárodní úrovni vyvíjeno značné úsilí o

⁷ Bernasconiho zpráva, str. 13.

⁸ Benjamin, J., *Interest in Securities*, Oxford University Press, 2000, str. 23 a 25.

⁹ Zpráva skupiny G-30, diskuze k doporučení č. 3 (citováno z Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8).

sjednocení norem mezinárodního práva soukromého i vnitrostátního hmotného práva týkajícího se aspektů nepřímé držby cenných papírů.

V důsledku těchto změn je v současné době drtivá většina cenných papírů držena nepřímo (tzv. nepřímý systém držby). Majitel cenného papíru nemá přímý vztah ani k cennému papíru, ani k emitentovi. Má-li majitel cenného papíru v úmyslu imobilizovaný či zaknihovaný cenný papír držet, je nutné, aby tento cenný papír byl evidován v podobě záznamu v evidenci prostředníka cenných papírů; chce-li majitel z takového cenného papíru brát užitky, potřebuje součinnost prostředníka, ať už ve formě vydání potvrzení o existenci cenných papírů či ve formě zmocnění prostředníka k výkonu těchto práv jménem majitele. Podobně má-li majitel cenného papíru v úmyslu cenný papír prodat či zastavit, musí dát prostředníkovi příkaz k odepsání cenného papíru z účtu nebo k označení cenných papírů jako zastavených či k převedení cenných papírů určených k zastavení na zvláštní účet cenných papírů. Takovýto způsob držby a nakládání cenných papírů, kdy mezi emitentem a konečným majitelem cenného papíru je jedna nebo několik úrovní prostředníků¹⁰ a kdy k jakémukoli úkonu týkajícímu se výkonu práv spojených s cennými papíry či dispozic s nimi, je nutná součinnost prostředníka, se nazývá nepřímou držbou cenných papírů. Pojem nepřímé držby můžeme proto definovat jako právní vztah mezi majitelem cenného papíru, prostředníkem, a případně emitentem, kdy majitel cenného papíru vykonává práva k cennému papíru evidovanému na účtu cenných papírů prostřednictvím jednoho či více prostředníků.

Jak už napovídá název, pojem „*nepřímé držby cenných papírů*“ je pojmem složeným ze dvou složek: „*nepřímé držby*“ a „*cenného papíru*.“ Cenné papíry, jež jsou předmětem nepřímé držby, lze nazývat termínem „*nepřímo držené cenné papíry*“¹¹ Označení „*nepřímo držené cenné papíry*“ nejlépe odpovídá nejběžněji

¹⁰ Bernasconiho zpráva, str. 5.

¹¹ Čl. 1, písm. (f) předběžného návrhu Úmluvy UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních ohledně nepřímo držených cenných papírů červen 2005, UNIDROIT, Studie LXXVIII – Doc. 24, květen/červen 2005.

používanému anglickému termínu „*intermediated securities*” či francouzskému termínu „*titres intermédiés*,” které rovněž používá Ženevská úmluva UNIDROIT. Název „*cenné papíry držené přes prostředníky*,”¹² který odpovídá anglickému termínu „*securities held with intermediary*,” resp. francouzskému „*titres détenus auprès d'un intermédiaire*,” jež se objevuje v Haagské úmluvě, je považován za méně zdařilý, a není proto v současné době příliš používán. Z pozitivních právních úprav jednotlivých národních právních řádů termín „*nepřímá držení cenné papíry*” používá pouze švýcarský právní řád. V dalším textu této práce bude pojem „*nepřímá držení cenný papír*” používán jako generický termín zahrnující všechny cenné papíry, s nimiž lze nakládat pouze prostřednictvím prostředníka, tzn. jako termín zahrnující jak zaknihované či dematerializované cenné papíry, tak imobilizované cenné papíry. Zaknihovanými či dematerializovanými cennými papíry se dále rozumí cenné papíry transformované do nehmotné podoby prostřednictvím veřejnoprávních norem, imobilizovanými cennými papíry cenné papíry převedené do nehmotné podoby soukromoprávním způsobem na základě úschovy listinných cenných papírů. Termín majitel či vlastník nepřímá držení cenného papíru není dále až na výjimky používán a je nahrazen pojmově neutrálnějším termínem majitel účtu cenných papírů či konečný majitel účtu (cenných papírů).

Analytické pojetí nepřímé držby

Obr. č. 1

Emitent	
(i) Cenné papíry evidované na účtu	(iii) Majitel účtu (investor)
(ii) Účet cenných papírů	(iv) Prostředník
Organizovaný trh cenných papírů + vypořádací systém	

¹² Čl. 1, písm. (f) Haagské úmluvy.

Výše uvedený obrázek slouží k ilustraci základních stavebních kamenů nepřímé držby cenných papírů, kterými jsou (i) cenné papíry zaznamenané na účtu cenných papírů, (ii) účet cenných papírů, (iii) majitel účtu cenných papírů (investor), a (iv) prostředník spravující účet cenných papírů. K těmto čtyřem základním kamenům přistupují ještě další dva prvky: emitent cenných papírů a infrastruktura obchodování s cennými papíry, tj. organizované a neorganizované trhy cenných papírů a související systémy zúčtování a vypořádání obchodů uzavřených na těchto trzích. Tato práce se dále bude podrobně zabývat analýzou čtyř základních kamenů nepřímé držby uvedeným v bodech (i) až (iv) s přihlédnutím k roli emitenta.

Díky kodifikačnímu úsilí v oblasti nepřímo držených cenných papírů došlo v Ženevské úmluvě UNIDROIT ke sjednocení funkčních definic jednotlivých prvků nepřímé držby, tj. definic odpovídajícím analytickému pojetí nepřímé držby, jež není zasaženo věcněprávními či smluvněprávními koncepty jednotlivých národních právních řádů. Nepřímo drženými cennými papíry se podle této Úmluvy rozumí cenné papíry připsané k dobru účtu cenných papírů nebo veškerá práva k cenným papírům, která vyplývají ze zůstatku cenných papírů na účtu cenných papírů.¹³ Cenné papíry jsou vymezeny jako jakékoli akcie, dluhopisy a jiné finanční nástroje nebo finanční aktiva (jiné než hotovostní peněžní prostředky), které mohou být připsány k dobru účtu cenných papírů a mohou být nabyty či zcizeny v souladu s ustanoveními této Úmluvy.¹⁴ Účtem cenných papírů se rozumí účet vedený prostředníkem, na nějž mohou být cenné papíry připsány, nebo ze kterého mohou být odepsány.¹⁵ Majitelem účtu je osoba, jejímž jménem

¹³ Čl. 1, písm. (b) Ženevské úmluvy UNIDROIT; srovnej s definicí nepřímo držených cenných papírů podle Haagské úmluvy, kde se cennými papíry drženými přes prostředníka rozumí práva majitele účtu vyplývající ze zůstatku cenných papírů připsaných na účet cenných papírů (čl. 1, písm. (f) Haagské úmluvy).

¹⁴ Čl. 1, písm. a) Ženevské úmluvy UNIDROIT; srovnej s definicí cenných papírů podle Haagské úmluvy, kde se cennými papíry rozumí jakékoli akcie, dluhopisy a jiné finanční nástroje nebo finanční aktiva (jiné než peněžní prostředky v hotovosti), nebo jakákoli práva k nim (čl. 1 a) Haagské úmluvy).

¹⁵ Čl. 1, písm. (c) Ženevské úmluvy UNIDROIT; srovnej s definicí účtu cenných papírů v Haagské úmluvě, kde se účtem cenných papírů rozumí účet vedený prostředníkem, na nějž mohou být cenné papíry připsány nebo ze kterého mohou být odepsány (čl. 1, písm. b)

prostředník vede účet cenných papírů, ať už tato osoba jedná na svůj vlastní účet nebo na účet třetí osoby (včetně jednání v postavení prostředníka).¹⁶ Konečně prostředník je definován jako jakákoli osoba (včetně centrálního depozitáře), která v rámci své obchodní činnosti nebo soustavným způsobem vede účet cenných papírů na účet třetí osoby, případně pro sebe, a v tomto postavení jedná.¹⁷

Právní pojetí nepřímé držby

Obr. č. 2

Emitent	
(i) Zastupitelné pohledávky / věci	(iii) Vlastník / Majitel
(ii) Důkaz / součást smlouvy	(iv) Detentor / Držitel / Vlastník
Organizovaný trh cenných papírů + vypořádací systém	

Jednotlivým prvkům nepřímé držby cenných papírů zobrazeným na analytickém schématu na obrázku č. 1 odpovídají jednotlivé právní instituty, tak jak jsou zobrazeny na právně analytickém schématu na obrázku č. 2. Tyto jednotlivé instituty vstupují do vzájemných vztahů, kterým, v případě, že se jedná o subjekty práva (majitel účtu - prostředník), vznikají vzájemná práva a povinnosti. Prolne-li se dvojice subjektů práva „majitel účtu – prostředník“ s dvojicí objektů „cenný papír - účet“, vytvoří tak vzájemně propojenou soustavu subjektů a objektů práva, jež lze nazvat systémem nepřímé držby cenných papírů. Tyto systémy, původně konstituované v rámci jednotlivých národních států okolo národních centrálních

Haagské úmluvy).

¹⁶ Čl. 1, písm. (e) Ženevské úmluvy UNIDROIT; srovnej s definicí majitele účtu cenných papírů podle Haagské úmluvy, kde se majitelem účtu rozumí osoba, jejímž jménem prostředník vede účet cenných papírů (čl. 1, písm. d) Haagské úmluvy).

¹⁷ Čl. 1, písm. d) Ženevské úmluvy UNIDROIT; srovnej s definicí majitele účtu cenných papírů podle Haagské úmluvy, kde se prostředníkem rozumí osoba, která v rámci své obchodní činnosti nebo jiné soustavné činnosti vede účet cenných papírů pro jiné osoby nebo jak pro jiné osoby, tak pro sebe a v tomto postavení též jedná (čl. 1, písm. c) Haagské úmluvy).

depozitářů či systémů vypořádání obchodů s cennými papíry, se od 90. let 20. století v důsledku spojování finančních trhů napojily na nadnárodní systémy zúčtování a vypořádání a vytvořily komplexní globální infrastrukturu kapitálových trhů operující souběžně v rámci několika právních ráadů.

Je-li základní analytické schéma nepřímé držby cenných papírů, tak jak je zobrazeno výše na obrázku č. 1, více méně společné všem systémům nepřímé držby, nelze to samé říci o právním schématu nepřímé držby zobrazeném na obrázku č. 2. V systémech vícevrstevné držby je označení „*nepřímá*“ v souvislosti s drzbou cenných papírů chápáno tak, že konečný majitel nemůže uplatnit svá práva spojená s cennými papíry, jako je například u akcií právo na dividendu či hlasovací práva, vůči emitentovi svým jménem, tj. „*přímá*“, neboť tato práva vykonává svým jménem prostředník na účet konečného majitele;¹⁸ v systémech přímé držby se naopak „*nepřímá*“ drženými cennými papíry obvykle rozumí ty cenné papíry, které jejich konečný majitel nemůže „*mít u sebe*“, a vykonávat nad nimi přímou moc, a pro jakékoli nakládání, či pro pouhé zachování jejich existence, potřebuje vždy součinnost prostředníka. Rozdíl v popsáném pojetí funkčního chápání pojmu „*nepřímá*“ držby lze demonstrovat na příkladech zaknihovaných cenných papírů: zaknihované cenné papíry budou v chápání „*nepřímá*“ držby podle systémů přímého vlastnictví vždy drženy nepřímá, neboť budou muset vždy být registrovány u prostředníka a součinnost prostředníka bude vždy nezbytná pro jakékoli dispozice s nimi; v tomto pojetí není podstatné, zda na vyšších úrovních vlastnického řetězce bude možno přiřadit cenné papíry jejich konečnému vlastníkovi, neboť kritériem „*nepřímosti*“ je výše zmíněná nutnost součinnosti s prostředníkem. Naopak v pojetí systémů vícevrstevné držby bude stejný zaknihovaný cenný papír považován za „*nepřímá*“ držený cenný papír, pouze pokud kdekoli na vyšších úrovních vlastnického řetězce bude tento cenný papír registrován jménem prostředníka a práva s tímto cenným papírem spojená bude konečný majitel moci uplatnit vůči emitentovi pouze prostřednictvím

¹⁸ Deschamps, M., Les sûretés sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire en droit canadien, Revue de droit uniforme, 2005-1/2, str. 190.

prostředníka; zaknihovaný cenný papír evidovaný na účtu u prostředníka, který umožní konečnému majiteli přímý vztah vůči emitentovi bez nutnosti součinnosti s prostředníkem, bude v tomto pojetí chápán jako „*přímo*“ držený cenný papír. V dalším textu této práce se nepřímými drženými cennými papíry budou rozumět cenné papíry v prvně uvedeném pojetí, tj. cenné papíry evidované na účtu, s nimiž je možno nakládat pouze díky součinnosti prostředníka bez ohledu na to, zda jsou na vyšších úrovních vlastnického řetězce registrovány na jméno jejich konečného majitele či prostředníka.

Díky internacionalizaci a globálnímu propojení finančních trhů existuje v současné době poměrně rozsáhlá literatura zabývající se problematikou nepřímé držby. Přestože diskuze ohledně nepřímé držby cenných papírů probíhaly v jednotlivých právních řádech již od třicátých let minulého století, první skutečný impuls k rozpracování problematiky nepřímé držby na evropské a globální úrovni daly až práce na přípravě unijní směrnice o neodvolatelnosti zúčtování přijaté v roce 1998, jakož i práce na přípravě Haagské úmluvy týkající se kolizních aspektů nepřímé držby, jež počaly v roce 2000.¹⁹ V reakci na tento impuls začala být pojmu nepřímé držby cenných papírů věnována zvýšená pozornost rovněž na národních úrovních, zejména v zemích s vyspělým bankovním a finančním trhem, jako je například Lucembursko či Švýcarsko. Tyto země se rozhodly k přijetí moderní právní úpravy nepřímé držby cenných papírů.²⁰ Později byly

¹⁹ Například Einsele, D.: The Book-Entry As Linchpin for Further Discussions in the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004; Haentjens, M.: Harmonisation of Securities Law – Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007, Netherlands; Micheler, E.: Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities, Social Science Research Network Collection, 31. ledna 2006; Micheler, E.: The Legal Nature of Securities – Inspirations from Comparative Law, Social Science Research Network Collection, 1. října 2009; Micheler, E.: Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Springer, Wien/New York, 2004; Potok, R.: Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, London 2002; Thévenoz, L.: Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, September 2007, Social Science Network Electronic Paper Collection atd.

²⁰ Lucemburský zákon z 1. srpna 2001 o oběhu cenných papírů a ostatních zastupitelných finančních nástrojů (ve fr.: „*Loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et*

následovány zeměmi jako je Francie, Německo či Rakousko, kde bylo nutno již dříve vzniklé osobité formy nepřímé držby adaptovat ve světle moderního rozvoje trhů s cennými papíry.²¹

V českém právu a české právní teorii je nepřímé držbě cenných papírů věnována pouze okrajová pozornost.²² Zatímco jak anglosaská, tak kontinentální právní teorie vyvíjí v posledních letech značné úsilí k teoretickému uchopení pojmu nepřímo držených cenných, česká právní teorie v této oblasti zatvrzele setrvává v doktrínách konce 19. a 20. století založených na konceptu listinného cenného papíru a jeho přímé držby.²³ Vycházejí-li novodobé právní úpravy a právní doktríny z konceptu nepřímo držení cenného papíru, neboť investiční listinný cenný papír je v dnešní době v podstatě historickým reliktem, česká právní teorie stále vychází při analýze právní podstaty cenného papíru z pojetí cenného papíru jako listiny, v níž je inkorporováno určité právo, s nímž je nakládáno pomocí fyzického přemísťování této listiny z rukou jedné osoby k rukám osoby druhé. Nicméně listinný cenný papír a jeho přímá držba jsou stále základními veličinami

d'autres instruments fongibles”), Mémorial A, n° 106 du 31 août 2001 (dále jen „lucemburský LCTIF”); švýcarský federální zákon o nepřímo držení cenných papírech (ve fr. a něm.: „Loi fédérale sur les titres intermédiaires – Bundesgesetz über Bucheffekten”) ze 3. srpna 2008, Recueil officiel du Droit Fédéral, 29 juillet 2007, n° 29, str. 3577, účinný od 1. ledna 2010 (dále jen „švýcarský LTI”).

21 Ve Francii došlo k úplné dematerializaci cenných papírů v roce 1984 na základě finančního zákona č. 81-1160 z 30. prosince 1981, jež vstoupil v účinnost 3. listopadu 1984. V Německu a Rakousku se o existenci nepřímé držby dá mluvit v podstatě od přijetí zákona o úschově cenných papírů v roce 1937, který kodifikoval praktiky imobilizace používané německými bankami již v průběhu 20. let minulého století.

22 Nepočítáme-li články či komentáře popisující, eventuelně glosující, přijetí či novelizace právních předpisů v oblasti cenných papírů či kapitálových trhů, omezuje se právní literatura věnující se nepřímé držbě cenných papírů na několik krátkých statí autorů Eleka a Pihery publikovaných v časopisech Právník a Právní rozhledy: Elek, Š.: Právní podstata cenných papírů, Právník 10/200, str. 1051 an.; Elek, Š.: Vlastnické právo k cenným papírům, Právník, č. 4/2002, str. 436 an.; Elek, Š.: Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů, Právní rozhledy, 8/2002, str. 360 an.; Elek, Š.: Cenné papíry drženy skrze prostředníky, Právní rozhledy, 21/2005, str. 774 an.; Pihera, V.: K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům, Právník 1/2004, str. 82 an.; Pihera, V.: Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, č. 1/2005, str. 22 an.

23 „Nutno však říci, že z hlediska alespoň české právní teorie v současnosti spíše objevujeme a „oprašujeme“ definice tradiční z přelomu 19. a 20. století, které se snažíme přizpůsobit novým podmínkám, a to zejména fenoménu dematerializace cenných papírů.“ (Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, 4. vydání,

české teorie práva cenných papírů, zatímco nepřímá držba nehmotných cenných papírů bývá považována za jakousi anomálii či módní výstřelek.²⁴ Bohužel i ti autoři, jež se snaží do českého právního diskurzu vnést otázky spojené s nepřímou držbou cenných papírů, tak činí zpravidla prostřednictvím popisu fungování nepřímé držby v zahraničních právních řádech bez toho, aby díky takto získaným poznatkům podrobili kritickému zkoumání funkčnost či spíše nefunkčnost historicky přejatých dogmat vycházející z „*listinné doktríny*“ cenných papírů v českém právu, a tím přispěli k evolučnímu vývoji této oblasti českého práva. V oblasti českého práva cenných papírů došlo v porovnání s jinými státy EU k jakémusi „*vývojovému ustrnutí*“ - přičitatelnému, kromě jiného, absenci širšího zapojení právních struktur spojených se zaknihovanými cennými papíry do rámce evropských a globálních vlastnických řetězců nepřímé držby - , jež se negativně projevuje i v praktické rovině nesnázemi při uvádění emisí cenných papírů na český kapitálový trh či při provádění obchodů se zaknihovanými cennými papíry.

Vzhledem k výše uvedenému „*vývojovému ustrnutí*“ v oblasti práva cenných papírů se v českém právu doposud nikdo nepokusil teoreticky vymezit pojem nepřímo držených cenných papírů či pojem nepřímé držby cenných papírů. Hlavním cílem této práce je proto zaplnit toto vakuum, a to jednak provedením analýzy institutu nepřímé držby a s ním nerozlučného pojmu nepřímo drženého cenného papíru v jiných právních řádech, a jednak aplikací závěrů této analýzy na obdobné instituty v českém právním řádu. Vedlejším cílem je poukázat na neudržitelnost teorie cenného papíru založené na listinném cenném papíru a formulovat základní východiska teorie cenných papírů na základě nového

C.H. Beck, 2005, str. 12)

24 Tento přístup je patrný například z učebnic práva cenných papírů. Zabývají-li se tyto učebnice vůbec dematerializovanými cennými papíry a jejich nepřímou držbou, jako například učebnice Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, kolektivu autorů Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., atd. (5. vydání, C.H. Beck, 2008), činí tak pouze popisně bez jakékoli analýzy tohoto institutu v rámci platného práva. Krom toho prostor, jaký je obecnému abstraktnímu popisu fungování nepřímé držby cenných papírů věnován, je v porovnání s prostorem, jaký je dáván analýze právní podstaty listinných cenných papírů a jejich přímé držby, téměř zanedbatelný (nepřímé držbě dematerializovaných cenných papírů, včetně popisu fungování evidencí zaknihovaných cenných papírů, je v uvedené učebnici věnováno necelých deset stran, kdežto listinné cenné papíry a jejich

paradigmatu, jímž je nehmotný cenný papír elektronicky evidovaný na účtu cenných papírů. Základní tezí této práce je premisa, že metamorfóza listinných cenných papírů na dematerializované změnila podstatu pojmu cenný papír natolik, že již nelze mluvit o jednotné právní kategorii cenných papírů, neboť se již obrazně řečeno jedná o „*dva různé živočišné druhy*“, jež je nutno podříditi odlišnému právnímu zacházení. Tato kvalitativní změna podstaty cenného papíru je natolik zásadní, že kategorie nepřímých držení cenných papírů vyžaduje nové právně teoretické uchopení. Jakkoli se může tento přístup zdát na první pohled odvážný, nelze nevidět, že nastíněná změna v teoretickém pojetí cenných papírů již ve většině ekonomicky vyspělých zemí kontinentálního i anglosaského práva proběhla, přičemž v některých zemích byla následována i zevrubnou reformou soukromoprávní úpravy cenných papírů a právních vztahů k nim. Dále provedená teoretická analýza se z pohledu českého právního řádu snaží tento vývoj pouze dohnat. Díky tomuto zpoždění lze na druhou stranu využít poznatky z již proběhlých či probíhajících procesů reforem pojetí cenných papírů v rámci zahraničních právních řádů a použít je k návrhu na zlepšení fungování právního rámce dematerializovaných cenných papírů v České republice.

Práce je rozdělena do tří částí. První část, zabývající se riziky nepřímé držby a východisky jejich právní regulace, se snaží odpovědět na otázku, proč je existence právní reglementace nepřímé držby cenných papírů nutná: nejdříve se snaží identifikovat a analyzovat základní rizika, jež jsou s nepřímou držbou spojena, aby bylo možno vytyčit základní právně-politické požadavky, jež by jakákoli kvalitní právní úprava této oblasti měla splňovat. Druhá a třetí část se poté zabývají existující právní úpravou jednotlivých základních prvků nepřímé držby, jimiž jsou nepřímé držby cenných papírů, účet cenných papírů, majitel účtu a prostředník vedoucí tento účet. Obě tyto části jsou založené na stejné metodě: nejdříve jsou jednotlivé prvky či části právního vztahu načrtnuty funkčně na základě pojetí uplatněného Ženevskou úmluvou UNIDROIT, tj. bez distorzí způsobených specifickým pojetím toho kterého prvku určitým národním právním

přímá držba jsou rozebírány na více než šedesáti stranách).

řádem; následně je tento funkční náčrt přeformulován do právních jazyků a konceptů vybraných právních řádů. V tomto světle je pak prezentována česká právní úprava institutů nepřímé držby, u které je zároveň poukázáno na její nedostatky a prezentovány návrhy *de lege ferenda* k odstranění či zmírnění těchto nedostatků. V tomto ohledu je nutno upozornit, že z důvodu rozsahu práce byly zkoumány pouze „statické“ aspekty nepřímé držby, tzn. vztahy v rámci nepřímé držby po dobu, kdy není s nepřímo drženými cennými papíry právně nakládáno. „Dynamické“ aspekty nepřímé držby - představované například právními vztahy k třetím stranám v případě převodu nepřímo držených cenných papírů či jejich poskytnutí jako předmětu zajištění, či interakcemi mezi prostředníky a systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry či kolizními aspekty nepřímé držby atd. - se do rozsahu této práce nevešly.

Část první - Rizika nepřímé držby cenných papírů a východiska jejich regulace

Právo nakládat s nepřímo drženými cennými papíry je základním předpokladem pro to, aby investor mohl ekonomicky využít jejich hodnotu. Relativní snadnost, s jakou lze nepřímo držené cenné papíry koupit, prodat či poskytnout jako zajištění, je jejich zásadní výhodou, která je činí atraktivními pro investory v porovnání s jinými druhy aktiv.²⁵ Převod cenných papírů či práv k nim pouze pomocí elektronických záznamů na účtech cenných umožňují provedení rychlých a efektivních dispozic s těmito cennými papíry. Tyto výhody snižují jak náklady na zpracování obchodů s cennými papíry, tak rizika ztráty, krádeže a padělání spojených s přímo drženými listinnými cennými papíry.²⁶ Nepřímo držené cenné papíry s sebou nenesou pouze výhody čistě ekonomické. Jejich kvality jim umožňují přesah i do určitých oblastí neekonomických. Díky možnosti identifikace konečného majitele účtu, jež je obvykle rovněž konečným majitelem cenných papírů evidovaných na tomto účtu, umožňuje nepřímá držba lépe předcházet legalizaci výnosů z trestné činnosti i daňovým únikům, než je tomu u přímo držených listinných cenných papírů.

Vzhledem k tomu, že ekonomické výhody, jež nepřímá držba přináší, vznikly v mnoha ohledech bez pomoci objektivního práva na základě technické a operační invence účastníků kapitálových trhů, mělo by se objektivní právo vyhnout jakékoli omezující regulaci těchto pozitiv. V tomto ohledu nelze než souhlasit se závěry britské Právní komise, že jakákoli omezení práv konečného majitele nepřímo držených cenných papírů (investora) realizovat jejich hodnotu by měla negativní vliv na likviditu nepřímo držených cenných papírů a v důsledku toho i

²⁵ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář – Problémy týkající se majitelů účtů a prostředníků („*Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Second Seminar – Issues affecting Account Holders and Intermediaries*“), 23. června 2006, str. 14.

²⁶ Bernasconiho zpráva, str. 2 a 3.

na jejich hodnotu.²⁷ Na druhou stranu nelze nevidět, že nepřímá držba s sebou nese nezanedbatelná rizika. Ta představují pro konečné majitele nepřímo držených cenných papírů (investory) dodatečné náklady, které naopak snižují hodnotu těchto cenných papírů a v určitých případech přispívají k vytváření rizik negativně ovlivňující fungování finančních trhů. Eliminace takových rizik či jejich snížení na únosnou míru pomocí právní regulace naopak zhodnocuje práva konečných majitelů (investorů) k nepřímo drženým cenným papírům. Přiměřená právní regulace těchto rizik je přínosná jak pro konečné majitele nepřímo držených cenných papírů, tak pro stabilitu finančních trhů obecně. Z tohoto důvodu se následující díl zaměří na identifikaci rizik nepřímé držby, jejichž negativní vlivy je třeba eliminovat či snížit.

Díl první – Identifikace rizik nepřímé držby

Výhody, které nepřímá držba cenných papírů přináší, jsou paralelně znehodnocovány riziky, jež s nepřímou držbou nevyhnutelně souvisí, a to někdy do takové míry, že nepřímá držba cenných papírů v daném právním řádu ani nevznikne. V systému založeném na listinných cenných papírech bylo uchování cenných papírů a jejich ochrana víceméně vedlejší záležitostí. Vlastník listinného cenného papíru měl na výběr, zda bude cenné papíry opatrovat a chránit vlastními silami, například uložením do domácího sejfů, či zda je svěří do úschovy jiné osobě. V případě, že se rozhodl pro druhou možnost, bylo zajištění integrity cenných papírů problémem obecné regulace úschov či osob tyto úschovy poskytující, jež problematikou práva cenných papírů přímo nesouviselo. Naproti tomu v systému založeném na dematerializovaných cenných papírech je otázka zajištění adekvátní kvality „úschovy“ těchto cenných papírů ústřední podmínkou fungování tohoto systému. Bez toho, aby měl investor jistotu, že uložení nepřímo držených cenných papírů je bezpečné, a že o tyto cenné papíry nepřijde nedbalostí či úmyslným jednáním prostředníka, nikdy své cenné papíry do tohoto systému nesvěří. Rizika související s nepřímou držbou se v určitých případech neliší od

²⁷ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý

rizik spojených s přímou držbou: stejně jako u přímé držby listinných cenných papírů je třeba řešit problém, kdy prostředník prodá bez souhlasu majitele účtu jeho cenné papíry, či je neoprávněně převede na svůj účet. Na druhou stranu se však nepřímá držba potýká s riziky, které se v rámci systémů přímé držby obvykle nevyskytují. Příkladem *prima facie* je riziko depozitní, tj. riziko, že se některý z prostředníků v rámci vlastnického řetězce ocitne v insolvenci a cenné papíry konečných majitelů držené tímto prostředníkem budou zařazeny do insolvenční podstaty takového prostředníka, v důsledku čehož koneční majitelé o své cenné papíry mohou zcela přijít. Rizika spojená s nepřímou držbou se mohou dotýkat samotných subjektů nepřímé držby, tj. konečného majitele účtu cenných papírů, jeho prostředníka, emitenta či osoby, jíž dispozice s takovými cennými papíry týká, avšak mohou i přesahovat do fungování organizovaných trhů s cennými papíry a eventuelně způsobit i kolaps těchto trhů.

Oddíl 1 – Rizika nepřímé držby

Je-li institut nepřímé držby cenných papírů znám a používán od konce třicátých let minulého století, k první identifikaci rizik vyplývajících z nepřímé držby na širší úrovni došlo až na konci osmdesátých let tohoto století převážně díky aktivitám basilejských mezinárodních bankovních institucí²⁸ a skupiny G-30. Rizika, jež vznikají při nepřímé držbě cenných papírů, mohou ohrožovat jak jejich konečné majitele, tak prostředníky. Příkladem rizika pro investory je již zmíněné depozitní riziko, tj. možnost insolvence prostředníka, kdy jeho klienti – majitelé účtu – mohou přijít o cenné papíry evidované na jejich účtu u tohoto prostředníka.

seminář (op. cit. pozn. č. 23), str. 14.

28 Prvním mezinárodním dokumentem zabývajícím se alespoň nepřímo riziky nepřímé držby byla Basilejská dohoda o kapitálové přiměřenosti bank z roku 1988 (v ang. „*Basle Capital Accord*“) připravená Basilejským výborem pro bankovní dozor. Basilejský výbor pro bankovní dozor vznikl v roce 1974 jako orgán skupiny G-10 – sdružující Belgii, Kanadu, Francii, Německo, Itálii, Japonsko, Nizozemí, Švédsko, Švýcarsko, Velkou Británii a Spojené státy americké; členy Basilejského výboru jsou kromě těchto zemí ještě Španělsko a Lucembursko. Úkolem Basilejského výboru je formulace obecných regulačních požadavků a uveřejňování nejvhodnějších zásad jednání pro bankovní sektor a cílem konvergence ke společným mezinárodním přístupům a standardům bankovního dozoru, ovšem bez harmonizace dozorových technik jednotlivých států. Pro svou práci využívá Basilejský výbor sekretariát Banky pro mezinárodní vypořádání (BIS).

Rizika však vznikají rovněž prostředníkům: například, jsou-li prostředníci povinni vykonávat příkazy svých klientů či jiných zmocněných osob, bude prostředníka stíhat odpovědnost za nesprávné vykonání příkazu či vykonání příkazu od neoprávněné osoby.²⁹

Vymezení rizik spojených s nepřímou držbou cenných papírů na evropské úrovni je produktem Giovaninniho skupiny. Giovanniniho skupina popsala tato rizika ve zprávě Evropské komisi nazvané „*Způsoby přeshraničního zúčtování a vypořádání v Evropské unii*“ z listopadu 2001 (dále jen „*první Giovanniniho zpráva*“), na kterou navázala „*Druhá zpráva o způsobech zúčtování a vypořádání v EU*“ z listopadu 2003, (dále jen „*druhá Giovanniniho zpráva*“).

Primárním rizikem pro investora vyplývajícím z nepřímé držby cenných papírů je depozitní riziko.³⁰ Toto riziko definuje první Giovanniniho zpráva jako „*možnou ztrátu cenných papírů držených u prostředníka z důvodu insolvence, podvodu či nedbalosti prostředníka nebo sub-prostředníka*.“³¹ Depozitní riziko rovněž bývá nazýváno rizikem prostředníka.^{32,33} Depozitní riziko je vlastní pouze nepřímé držbě cenných papírů. U přímé držby neexistuje: majitel listinných cenných papírů buď drží papíry fyzicky u sebe, takže riziko vyplývajícím z intervence jiné osoby nepřichází v úvahu, či má listinné cenné papíry fyzicky uložené u prostředníka. Díky tomu se tyto cenné papíry nestávají předmětem insolvenční podstaty prostředníka, ani předmětem společného zákaznického majetku klientů tohoto prostředníka, a jsou tudíž mimo dosah jak věřitelů prostředníka, tak jeho ostatních zákazníků.

²⁹ Právní komise (Velká Británie): Devátý program právní reformy, zpráva Parlamentu Spojeného království („*The Law Commission Ninth Programme of Law Reform, Report to the UK Parliament*“), březen 2005, Law Com No 293, HC 353, str. 25.

³⁰ V ang. „*custody risk*.“

³¹ První Giovanniniho zpráva, str. 18.

³² V ang. „*intermediary risk*.“

³³ Schwarcz, S., L., Benjamin, J.: *Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities*, 12 *Duke J. of Comp. & Int'l L.*, str. 309.

Rizika nepřímé držby narůstají s počtem prostředníků, jež se podílejí na správě a evidenci nepřímo držených cenných papírů konečných majitelů. Se vstupem každého dalšího prostředníka či sub-prostředníka se násobí možnost výskytu depozitního rizika; insolvence, podvod či nedbalost se mohou vyskytnout u každého z těchto prostředníků či sub-prostředníků, obzvláště pokud tyto osoby operují ze zemí, kde není zajištěna dostatečná úroveň kontroly jejich činnosti ze strany veřejných dozorových orgánů.³⁴

Depozitní riziko zahrnuje pro investora především riziko podvodu, rovněž zvané riziko krádeže, tzn. „riziko, že prostředník použije cenné papíry držené pro majitele účtů k obchodům na svůj vlastní účet a výtěžek z těchto obchodů si ponechá či utratí.“³⁵ Toto riziko vyvstává zejména z důvodu, že na rozdíl od listinných cenných papírů, u který lze jejich fyzickou prohlídkou – jako je například kontrola rubopisů – do jisté míry ověřit, zda prodávající tyto cenné papíry řádně nabyli, u cenných papírů vyskytujících se pouze ve formě elektronické položky na účtu nelze takovouto kontrolu nijak uskutečnit. Pokud prostředník nepřímou drženou cennou papírů svých klientů prodá na svůj vlastní účet třetí osobě, přijdou tito klienti o své cenné papíry nadobro, neboť nabyvatel bude zpravidla chráněn pravidlem umožňujícím řádné nabytí cenných papírů v dobré víře i od nevlastníka.

Prostředník však nutně nemusí generovat rizika pro své klienty aktivní (úmyslnou) činností. Pro klienty představuje riziko i nečinnost či opomenutí prostředníka plnit řádně své povinnosti. Prostředník může „ztratit“ data, jež dokumentují existenci záznamů na účtu představujících cenné papíry. Nicméně, bez ohledu na to, zda by k takovéto ztrátě došlo poškozením příslušného hardwarového či softwarového vybavení či tím, že by prostředník nezajistil toto vybavení před fyzickou krádeží či před neoprávněným vniknutím, mělo by k takovýmto situacím docházet velmi výjimečně: adekvátní technické vybavení a

³⁴ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 42.

³⁵ Rogers, S. J.: Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 UCLA Law Review 1431 (1996), str. 1513.

jeho ochrana bude v drtivé většině případů podmínkou získání veřejnoprávního povolení k výkonu činnosti prostředníka. Mnohem bezprostřednějším rizikem pro konečného majitele je riziko, že prostředník nezajistí rekonsolidaci záznamů na účtu evidujícím cenné papíry konečných majitelů se záznamy na účtu vedeným na jeho jméno u svého prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce, v důsledku čehož nebude záznamu na účtu klienta odpovídat žádný záznam na zákaznickém účtu prostředníka na vyšší úrovni. Například v anglickém právu bylo takovéto selhání prostředníka předmětem soudního případu a následného rozhodnutí Odvolacího soudu ve věci *Hunter v. Moss*,³⁶ jež jedním z nejzásadnějších rozsudků formující platné anglické právo v oblasti nepřímé držby; ve francouzském právu vedlo obdobné opomenutí prostředníka k rozhodnutí ve věci *Tuffier*.³⁷

Poslední součástí depozitního rizika je riziko insolvence prostředníka. V případě insolvence prostředníka hrozí, že nepřímo držené cenné papíry konečných majitelů evidované na účtu prostředníka na vyšší úrovni vlastnického řetězce budou považovány za majetek přímého prostředníka, zvláště pokud prostředník nezajistí dostatečnou identifikaci těchto cenných papírů. Toto riziko je nejzásadnějším komponentem depozitního rizika, neboť může za určitých okolností vyvolat riziko systémové, a tím transformovat riziko z úrovně mikroekonomické na úroveň makroekonomickou.

Depozitní riziko není jediným ani nejzávažnějším rizikem, jemuž jsou koneční majitelé a prostředníci v rámci nepřímé držby vystaveni. Materializuje-li se depozitní riziko tak, že dojde k insolvenci prostředníka, může tato skutečnost vyvolat řetězový pád institucí, které investovaly do aktiv držených prostředníkem. „Z důvodu mezinárodního propojení prostředníků by takováto řetězová reakce – pokud by se týkala prostředníků držících dostatečně velké portfolio aktiv – mohla

³⁶ [1993] 1 WLR 934; [1994] 3 All ER 215, CA.

³⁷ Cass. Crim., 30 mai 1996, Bull. criminel 1996 n°224, str. 625.

ohrožit stabilitu globálního finančního systému.“³⁸ Toto druhotné riziko, jež může být způsobeno depozitním rizikem, je nazýváno systémovým rizikem.³⁹

Nepřímá držba cenných papírů však není ovlivněna pouze riziky, které vyplývají přímo z její podstaty, nýbrž rovněž riziky vyplývajícími ze systémů zúčtování a vypořádání, na něž jsou systémy nepřímé držby napojeny. Těmito riziky jsou například hlavní riziko,⁴⁰ riziko nahrazení,⁴¹ hotovostní riziko,⁴² riziko vypořádání⁴³ či riziko hotovostních depozitů.⁴⁴ Tato rizika se vyskytují v rámci transferu nepřímo držených cenných papírů do okamžiku, kdy je připsání nepřímo držených cenných papírů na účet nabyvatele definitivní; čím více je definitivní připsání nepřímo držených cenných papírů na účet nabyvatele oddalováno, například podmíněním připsáním odpovídajících finančních prostředků na peněžní účet zcizitele nebo skutečností, že k právnímu nabytí nepřímo držených cenných papírů dochází jiným úkonem mimo rámec nepřímé držby.⁴⁵ Přestože výskyt těchto souvisejících rizik ovlivňuje do určité míry architekturu norem nepřímé držby, vzhledem k omezenému rozsahu této práce není možné přistoupit k hlubšímu zkoumání těchto souvisejících rizik.

³⁸ Schwarcz, S., L., Benjamin, J.: (op. cit. pozn. č. 31), str. 309-310.

³⁹ V ang. „systemic risk.“

⁴⁰ Hlavním rizikem (v ang. „principal risk“) se rozumí „možnost, že kterákoli ze stran obchodu nesplní své povinnosti.“ (První Giovanniniho zpráva, str. 18).

⁴¹ Rizikem nahrazení (v ang. „replacement risk“) se rozumí „možnost, že kterákoli ze stran nesplní své závazky v den zúčtování, přičemž dotčená strana bude muset nést současné náklady nahrazení původní transakce [jinou transakcí].“ (První Giovanniniho zpráva, str. 18).

⁴² Hotovostním rizikem (v ang. „liquidity risk“) se rozumí „možnost, že kterákoli ze stran nesplní v plné výši své závazky v den splatnosti, ale až v blíže neurčeném dni v budoucnosti“ (První Giovanniniho zpráva, str. 18).

⁴³ Rizikem vypořádání (v ang. „settlement risk“) je „obecný pojem užívaný k označení rizika, že vypořádání v systému obchodování se neuskuteční tak, jak bylo předvídáno.“ (Druhá Giovanniniho zpráva, str. 56).

⁴⁴ Rizikem hotovostních depozitů (v ang. „cash deposit risk“) se rozumí „zvláštní forma hotovostního rizika vznikající z důvodu potřeby držet hotovost u prostředníka za účelem vypořádání transakcí s cennými papíry.“ (První Giovanniniho zpráva, str. 18).

⁴⁵ Einsele, D.: The Book-Entry As Linchpin for Further Discussions, in „Legal Risk and Market Efficiency“ - UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004, str. 28.

Oddíl 2 – Systémové riziko

Nejzásadnějším a nejobávanějším rizikem nejen v oblasti nepřímé držby, ale i v oblasti finančních trhů je systémové riziko. Přesto nebo právě proto, že definice systémového rizika je velké množství, je obtížné najít shodu na širěji přijatelné definici systémového rizika. Jak se zdá, shodu ohledně definice lze najít pravděpodobně pouze v tom, že systémové riziko vyvolává událost, jež způsobuje vznik dalších negativních ekonomických důsledků. Na nejobecnější úrovni bývá systémové riziko přirovnáváno k „domino efektu“. Zřejmě nejlepší definicí tohoto rizika se ve světle nedávných událostí kolem pádu banky Lehman Brothers jeví definice, jež vymezuje systémové riziko jako „pravděpodobnost následných souvisejících selhání mezi finančními institucemi – typicky bankami – které nastávají v krátkém časovém úseku a jsou často způsobeny jednou významnou událostí.“⁴⁶ Alternativně lze systémové riziko definovat jako „riziko, že účastník systému obchodování nebo finančních trhů obecně z důvodu nesplnění požadovaných povinností způsobí, že ani ostatní účastníci nebo finanční instituce nebudou schopni splnit své povinnosti (včetně závazků z vypořádání v systému obchodování).“⁴⁷ Jakmile bychom ovšem chtěli definovat systémové riziko podrobněji vynoří se zásadní problémy, neboť neexistuje ani shoda ohledně toho, zda by při definici systémového rizika měly být brány v úvahu tržní ztráty či pouze ztráty účastníků trhu. Bohužel vzhledem k problémům s definicí systémového rizika, a otázky, jaká rizika jsou takového charakteru, aby mohly

⁴⁶ Chany, N., Getmansky, M., Haas, Sh., M., Lo, A. W.: Systemic Risk and Hedge Funds, Working Paper 4535-05, MIT Sloan School of Management, únor 2005, Social Science Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=671443, str. 1. Srovnej s definicí systémového rizika americké Commodity Futures Trading Commission: Slovníček pojmů - Systémové riziko: Riziko, že nesplnění závazků jednoho účastníka trhu bude mít dopad na ostatní účastníky z důvodu provázanosti finančních trhů. Například, nesplnění závazků zákazníka A na trhu X může ovlivnit schopnost prostředníka B splnit své závazky na trzích X, Y a Z. (přístupná na: http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary_s.html;

⁴⁷ Druhá Giovanniniho zpráva, str. 56.

existenci systémového rizika přivodit, přetrvávají i značné nejasnosti ohledně toho, jakým způsobem systémovému riziku předcházet či jak ho regulovat.⁴⁸

Pojem systémové riziko byl do nedávné doby používán mezi akademiky i mezinárodními institucemi pouze v souvislosti s bankovními institucemi. Klasickým případem systémového rizika v tomto kontextu je „run“ na banku, kdy neschopnost banky uspokojit žádosti o výběr peněžních prostředků způsobí pád banky, což dále způsobí pád jiných bank nebo jiných osob. Nicméně s růstem tzv. disintermediace, kdy společnosti mohou získat přístup ke kapitálu přímo na finančních trzích, aniž by k tomuto účelu musely využívat bankovních či jiných finančních institucí, mělo by být systémové riziko zkoumáno ve vztahu k finančním trhům a souvisejícím účastníkům osobám, jako jsou například systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry či prostředníci. Systémové problémy totiž mohou vyvstát i mimo bankovní systém a šířit se spíše prostřednictvím vazeb s kapitálovými trhy než prostřednictvím bankovních sítí.⁴⁹ V důsledku toho je nutno přijmout širší definici systémového rizika, jež by se nevztahovala pouze na banky a finanční instituce. Systémové riziko tak můžeme definovat jako *„riziko, že hotovostní či úvěrové problémy jednoho účastníka trhu či systému vypořádání budou přeneseny na jiné účastníky z důvodu existence vzájemných závislostí trhu či systému.“*⁵⁰

Na druhou stranu však nelze za systémové riziko považovat jakékoli riziko či jakýkoli propad finančních trhů či hospodářský pokles. Systémové riziko musí být především odlišeno od poklesů, které jsou způsobeny běžnými ekonomickými cykly. Přestože hospodářské poklesy a systémové riziko jdou občas ruku v ruce, tyto poklesy jsou spíše produktem „systematického“ rizika v tom smyslu, že riziko v takovýchto případech nelze nijak diverzifikovat, a proto ovlivňuje většinu či všechny účastníky trhu. Regulace systémového rizika by neměla zasahovat tržní

48 Schwarcz, S. L.: Systemic Risk, Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper No. 163, March 2008, str. 196 – 197.

49 Tamtéž, str. 199-200.

50 Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: The Law of Global Custody, Butterworths

svobodu účastníků, pokud by tím znesnadňovala přirozené dosažení tržní rovnováhy. Krom toho, systémové riziko je definicí ekonomickou, nikoli politickou, a nemělo by být používáno jako zdůvodnění jakéhokoli selhání finanční instituce či jakéhokoli hospodářského poklesu.⁵¹

Jak Haagská úmluva, tak Ženevská úmluva UNIDROIT si uvědomují problémy vyplývající ze systémového rizika a z možného přispění právního rizika k výskytu systémového rizika. Preambule Haagské úmluvy připomíná důležitost systémového rizika a právního rizika ve svém druhém návěti - *„berouce v potaz důležitost snížení právního rizika, systémového rizika a nákladů v souvislosti s přeshraničními transakcemi zahrnujícími cenné papíry držené přes prostředníky za účelem zjednodušení mezinárodního pohybu kapitálu a přístupu na kapitálové trhy*; Ženevská úmluva UNIDROIT činí to samé ve třetím návěti preambule – *„s vědomím důležitosti snížení právního rizika, systémového rizika a souvisejících nákladů ve vztahu k vnitrostátním a přeshraničním transakcím týkajících se nepřímo držených cenných papírů za účelem zjednodušení toků kapitálu a přístupu na kapitálové trhy*.

Jedním ze zdrojů systémového rizika je riziko právní. Právo za určitých okolností může produkovat paradoxně opačný výsledek, než jakého se obecně snaží dosáhnout: místo dosažení situace, jež by měla z celkového pohledu pro adresáty norem co největší společenský či ekonomický přínos, způsobuje aplikace práva těmto adresátům společenskou či ekonomickou ztrátu. V oblasti kapitálových trhů k tomuto účinku dochází zejména v případě, kdy právní normy způsobují přenos určitého rizika z jedné osoby na druhou a, obrazně řečeno, se stávají jakýmsi bacilonosičem, jenž je schopen infikovat celý finanční systém.

Oddíl 3 – Právní riziko

Právní riziko může pocházet z různých zdrojů. Právo může být vadné či nesrozumitelné či neurčitě formulované nebo naopak může být velmi jasné a

LexisNexis, 2. vydání, 2002, str. 197.

srozumitelné, ale nemusí být schopno poskytnout řešení pro daný problém. Jelikož se cenné papíry se v důsledku imobilizace či dematerializace staly nehmotnými předměty, a tyto předměty jsou výtvoři práva, *„jejich existence, účinky a hodnota jsou náchylné k rizikům, že toto právo bude nejasné či neadekvátní.“*⁵² Právo může být rovněž neúplné, může obsahovat *„bílá místa“*, která znemožňují osobám uskutečnit transakce, které by rády provedly, nebo může požadovat splnění přílišných formalismů. Může rovněž vyžadovat zastaralé nebo příliš komplikované procedurální požadavky, které prodražují či nadměrně komplikují zamýšlené operace.⁵³

Právní riziko je zmíněno jak v preambuli Haagské úmluvy, tak v preambuli Ženevské úmluvy UNIDROIT, avšak ani jeden z těchto textů právní riziko nedefinuje. Nástin vymezení právního rizika přinesla První Giovanninniho zpráva, jež právní riziko popsala jako *„možnost nepředvídané aplikace práva/právní regulace či protože smlouva je nevynutitelná.“*⁵⁴ Vzhledem k jisté vágnosti této definice byl úkol vymezit právní riziko svěřen Mezinárodní advokátní asociaci, která navrhla pro právní riziko následující definici:

„Právní riziko je riziko ztráty pro instituci, které je primárně způsobeno:

- (a) vadnou transakcí; nebo*
- (b) vzneseným nárokem (včetně procesní obrany nebo protinávrhu) nebo jinou nastalou okolností, která vede k odpovědnosti instituce nebo k jiné ztrátě (například, v důsledku zrušení či vypovězení smlouvy); nebo*
- (c) opomenutím přijmout vhodná opatření k ochraně majetku; nebo*
- (d) změnou v právu.“*⁵⁵

⁵¹ Schwarcz, S., L.: op. cit. pozn. 46, str. 204.

⁵² Thévenoz, L.: (op. cit. pozn. č. 6), str. 7.

⁵³ Morton, G., Legal Risk and Its Impact on Market Efficiency, in Report on the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004, str. 4 a 5.

⁵⁴ První Giovanninniho zpráva, str. 18.

⁵⁵ Změna v právu byla přidána, aby pokryla situace, kde taková změna (ať už v důsledku změny legislativy nebo soudní praxe) nevede ke ztrátě podle písmena (a) a (b) (Příloha 2, (2004) JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 30).

Odkaz na vadnou transakci v písmeně (a) výše zahrnuje:

- (i) uzavření transakce, která nevymezuje práva a povinnosti a související rizika zamýšleným způsobem;*
- (ii) uzavření transakce, která je neplatná nebo může být za neplatnou či nevykonatelnou prohlášena, a to v celku nebo s ohledem na významnou část (z jakéhokoli důvodu);*
- (iii) uzavření transakce na základě informací či zjištění, která se ukáží jako zavádějící či nepravdivá či která opomíjejí uvést významné skutečnosti nebo okolnosti;*
- (iv) nepochopení účinku jedné či více transakcí (například domněnka, že existuje právo započtení, i když tomu tak ve skutečnosti není, nebo, že některá práva budou vykonatelná v případě insolvence určité strany, i když tomu tak není);*
- (v) uzavření smlouvy, se kterou není spojeno efektivní nebo férové řešení sporů, jež z takové smlouvy mohou vyplynout (nebo navazující výkon soudního nebo arbitrážního rozhodnutí); a*
- (vi) ujednání o zajištění, které jsou nebo mohou být vadné (z jakéhokoli důvodu).⁵⁶*

Kapitola 1 – Zdroje právního rizika uvnitř právního řádu

Právní riziko a jeho zdroje v oblasti práva finančních trhů asi nejlépe teoreticky rozpracovala Joanna Benjamin v rámci sympozia Mezinárodní advokátní asociace týkající se právního rizika v kontextu finančních transakcí.⁵⁷ Následná analýza právních rizik bude proto založena na jejím teoretickém vymezení s přihlédnutím k závěrům kolokvia uspořádaného institutem UNIDROIT v rámci přípravy Ženevské úmluvy.⁵⁸ Joanna Benjamin rozlišuje v oblasti práva finančních trhů

⁵⁶ Příloha 2, (2004) JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 30.

⁵⁷ Zpráva o sympoziu Mezinárodní advokátní asociace o právním riziku („*Report on the International Bar Association Symposium on Legal Risk*”), Londýn, 20. října 2003, JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 1 an.

⁵⁸ „Právní riziko a efektivita trhu“, Seminář UNIDROIT o harmonizovaných hmotněprávních normách týkajících se cenných papírů držených u prostředníka („*Legal Risk and Market*

čtyři základní typy zdrojů právního rizika, a to (i) chování finančních institucí, (ii) charakter finančních trhů, (iii) vnitřní problémy práva a (iv) vzájemnou interakci práva a finančnictví.⁵⁹

(i) *Chování finančních institucí*

Chování finančních institucí je klasifikováno jako zdroj rizika, ale pouze v případě, že se nejedná o chování úmyslné či hrubě nedbalé; v takovém případě, by šlo o formu operačního rizika, nikoli však právního rizika. Tento typ rizika je na rozdíl od ostatních rizik založen na předpokladu, že aplikace právních norem je plně harmonická, tzn. že právní normy v rámci určitého právního řádu jsou plně seznatelné, srozumitelné a zcela adekvátní pro danou tržní situaci; jinými slovy, z hlediska souladnosti právních norem je předpokládána existence jistého ideálního stavu. Účelem popisu tohoto zdroje rizika je snaha poukázat na skutečnost – pro právníky ne vždy zcela přijatelnou –, že i v ideálním světě zcela harmonických norem objektivního práva, může určitý typ právního rizika existovat. Toto riziko bude generováno buď omezeným právním povědomím aktérů finančního trhu nebo nebráním v potaz rizik signalizovaných právním poradcem při provádění obchodních aktivit či „*kreativním*“ využitím právních norem ve prospěch dané instituce tak, že daný postup bude v rozporu s duchem relevantních právních norem, aniž by nutně odporoval jejich literě.⁶⁰ Zjednodušeně řečeno, bude se jednat o postup, kdy bude balancováno „*na hraně*“ práva při plném vědomí rizik z toho vyplývajících. Takovéto chování nemusí být nutně úmyslné či hrubě nedbalé, neboť velmi často bude vyplývat ze zcela legitimního komerčního motivu „*nebýt pozadu*“ za soutěžiteli na trhu, kteří si jsou existencí daného právního rizika rovněž vědomi a zcela se mu nevyhýbají. V tomto ohledu by proto určitá

Efficiency" UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary"), Řím, 12. listopad 2003

59 Benjamin, J., *Sources of Legal Risk for Financial Institutions*, (2004) JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 18 an.

60 Benjamin zmiňuje v této souvislosti ještě čtvrtou podskupinu tohoto zdroje právního rizika, kterou je „*outsourcing*.“ Autor je však toho názoru, že nesoulad mezi operační a právní stránkou vztahu, mezi poskytovatelem služeb a jeho subkontrahentem a z něho vyplývajícím právní riziko jak pro tyto osoby, tak pro klienta, je pouhým ilustrativním příkladem již

nenulová míra právního rizika neměla být nutně považována za součást právního rizika, poněvadž může být ekonomicky prospěšná. Samozřejmě, linie mezi chováním v souladu s právem či v rozporu s ním bude v takovýchto případech extrémně tenká a obtížně určitelná. Trajektorie této linie se zpravidla bude lišit v závislosti na tom, v jakém oboru práva se bude konkrétní subjekt nacházet: bude-li se jednat o právo veřejné, zejména o daňové otázky, bude mít akceptace nadměrného právního rizika či příliš kreativní interpretace textu právních norem jak pro účastníky, tak pro společnost škodlivější účinek než v oblasti práva soukromého, kde smluvní svoboda a právo každého dělat to, co zákon výslovně nezakazuje, bude vyšší míru intenzity právního rizika či flexibilnější interpretaci objektivního práva naopak podporovat.

(ii) Charakter finančních trhů

Charakter finančních trhů představuje zdroj rizika proto, že jeho rychlý a bouřlivý rozvoj rapidně předbíhá vývoj právní regulace finančních trhů. Přestože vývoj v podstatě v jakékoli oblasti obchodu předchází právní úpravu dané oblasti, finanční sektor se od ostatních odlišuje vyšší mírou ekonomického a společenského rizika, jak názorně ukázala finanční krize na konci roku 2008 a v průběhu roku 2009. Právní rizika vyplývající z fungování finančních trhů jsou generovány „*inovativností*“ finančních produktů, prolínáním finančních praktik různými finančními obory jako je bankovníctví, pojišťovnictví či obchodování na finančních trzích či spojováním těchto aktivit do finančních konglomerátů. Finanční riziko je zaviněno rovněž pronikáním některých finančních produktů používaných na vysoce sofistikovaných trzích na spotřebitelský trh. Konečně finanční riziko vzniká ze stále vzrůstající komplexity finančních transakcí.⁶¹ Stejně jako riziko zapříčiněné chováním finančních institucí i riziko vyplývající z charakteru finančních trhů je stále přítomným a do jisté míry neeliminovatelným jevem. Lapidárně řečeno, „*právní riziko je cena za finanční inovaci.*“ Obdobně i

popsaných rizik.

⁶¹ Benjamin ještě uvádí jako čtvrtý zdroj rizika přeshraniční charakter transakcí. Tento aspekt je v rámci této práce analyzován odděleně v následující kapitole.

zde je určitá míra rizika prospěšná: například, nebýt inovace způsobené elektronizací trhů s cennými papíry a cenných papírů jako takových, nebylo by možno dosáhnout ani zdaleka objemu dnešních burzovních obchodů či rychlosti vypořádání T+1. Cenou za tento pokrok je narušení tradičních konceptů, jako je přímá držba cenných papírů, jejich lokalizace či převod fyzickým předáním.

(iii) Vnitřní problémy práva

Vnitřní problémy práva jsou asi nejčastěji poukazovaným zdrojem právního rizika nejen v oblasti práva cenných papírů. Na obranu práva je však nutné říci, že určitá právní rizika, jež samo o sobě vytváří, není možné nijak odvrátit. Právo je jednak výtvorem lidí, jejichž schopnost zpracovávat informace není neomezená a jejichž hodnoty se liší, a jednak je vytvořeno na základě minulých událostí bez možnosti předvídat nejrozličnější situace budoucí. I kdyby právní normy byly formulovány co nejjasněji a co nejkonzistentněji, budou stále plodit přinejmenším tři zdroje rizik. Prvním zdrojem bude skutečnost, že účel právní regulace bude v protikladu se zájmy určitých osob, neboť cílem této regulace bude zajistit ochranu jiných osob: příkladem mohou být některé právní normy insolvenčního práva, jež půjdou proti zájmům zajišťovacích věřitelů za účelem ochrany nezajištěných věřitelů. Druhým nevyhnutelným zdrojem právního rizika je nemožnost nabídnout řešení pro všechny v budoucnu vzniklé situace, neboť není v silách jakéhokoli člověka brát v úvahu veškeré možné budoucí události. Třetím zdrojem právního rizika je nemožnost předem předpovědět, jak se bude vyvíjet interpretace práva, včetně rozhodnutí soudů. Na druhou stranu, nelze ignorovat, že objektivní právo je samo o sobě zdrojem nemalých rizik, které jdou právu na vrub, a jimž je možno předejít. Příkladem jsou právní rizika vyvstávající v situacích, kdy je právo nejasné či špatně chápáné jeho adresáty nebo neodpovídá společenské či tržní realitě. Tam, kde je právo nejasné či špatně chápáné, hrozí riziko, že strany uzavřou transakci, aniž by si uvědomily skutečný právní stav, a tím dostanou do konfliktu s právem.⁶² Právní riziko může rovněž vznikat v situacích, kde řešení

⁶² Morton, G.: op. cit. pozn. č. 51, str. 5.

předvídané právem neodpovídá tržní realitě a bez zjevného důvodu ztěžuje adresátům uzavírání legálních transakcí. K tomu bude docházet většinou tam, kde původní normy pozbyly kvůli ekonomickému či společenskému vývoji svého původního smyslu. Zřejmým ekonomickým důsledkem tohoto právního rizika bude neochota investorů uzavírat transakce, což může vést k útlumu ekonomické aktivity, neboť lidé nebudou vstupovat do transakcí, pokud nebudou mít důvěru k právnímu rámci, do něhož je taková transakce situována.⁶³

(iv) *Vzájemná interakce práva a finančnictví*

Poslední skupinu zdrojů právního rizika představuje podle Joanny Benjamin vzájemná interakce práva a finančnictví. Objektivní právo nemůže upravovat všechny detaily života, včetně života obchodního či finančního. Pokud by tak činilo, působilo by jak z ekonomického, tak společenského hlediska více škody než užitku. Právní normy objektivního práva jsou často formulovány „otevřeně“, ponechávající vědomě určitý prostor subjektům práva pro dotvoření detailnějších pravidel, ať už formou vzájemné dohody či prostřednictvím obchodních zvyklostí. Nejinak je tomu v oblasti práva cenných papírů a finančních trhů: regulátoři, zájmové asociace či různé jiné ekonomické subjekty vytvářejí „*nepsané*“ právní normy (tzv. soft law), jež poskytují vodítko při aplikaci práva v situacích, na něž „*psané*“ právo (tzv. hard law) nepamatuje. Nicméně, interakce tohoto „*nepsaného*“ práva s právem „*psaným*“ může být zdrojem právního rizika, například tam, kde ekonomické subjekty příliš spoléhají na pokyny či výklady dané jinými subjekty, než je zákonodárce či soudce. Obdobně může právní riziko vyvěrat z důvodu postupující globalizace rozšiřující určité právní zvyky či zažité postupy do jiných jurisdikcí, než pro které byly původně vytvořeny. Názorným příkladem může být smluvní dokumentace týkající se derivátových operací vytvořená organizací ISDA.⁶⁴ Tato dokumentace je vytvořena na bázi anglosaských obchodněprávních konceptů, avšak je běžně aplikována i v kontinentálních právních řádech. Dojde-li k aplikaci takového smluvní

⁶³ Morton, G.: (op. cit. pozn. č. 51), str. 6.

dokumentace v právním řádu založeném na odlišných konceptech a institutech bez řádného posouzení souladu této dokumentace s normami a principy dotčeného právního řádu, může být takováto „*slepá*“ translace významným zdrojem právního rizika.

Kapitola 2 – Zdroje právního rizika vyplývající z nekompatibility právních řádů

V důsledku fenoménu internacionalizace finančních trhů došlo k vytvoření řetězců nepřímé držby cenných papírů, které přesahují dimenze jednotlivých právních řádů. V současné době proto již nestačí, že struktury vnitrostátního práva jsou natolik sourodé, že minimalizují pravděpodobnost výskytu systémového rizika uvnitř svého referenčního rámce. Vzhledem ke vzájemným závislostem finančních trhů, které překračují hranice jednotlivých jurisdikcí, je nutné, aby jednotlivé systémy vnitřně sourodých vnitrostátních norem rovněž „*pasovaly do sebe*“ a kvůli své vzájemné neslučitelnosti nevytvářely další zdroj systémového rizika. Navzdory tomuto imperativu v realitě přeshraniční řetězce nepřímé držby představují významný zdroj právního rizika, „*i když právo použitelné pro každou úroveň (tzn. na každého prostředníka v daném řetězci) je jasně určeno, vnitřně smysluplné a bezrozporné.*“⁶⁵ Tento typ rizika reflektuje výše uvedený druhý a čtvrtý typ právního rizika vyplývajícího jednak ze skutečnosti, že právo obvykle nedrží krok s rozvojem nových praktik na finančních trzích a jednak ze způsobu interakce práva a finančnictví v mezinárodním kontextu. Tyto vnější zdroje právního rizika popisuje rovněž Giovanniniho zpráva. Ta vnímá absenci evropského rámce pro nakládání s cennými papíry – a zejména skutečnost, že přes jistou společnou terminologii v oblasti věcných a vlastnických práv, se koncepty těchto práv v jednotlivých členských státech EU značně liší – jako jednu z překážek vnitřního trhu EU v oblasti pohybu kapitálu (překážka č. 13). Dokonce ji označuje jako nejvýznamnější zdroj právního rizika v přeshraničních

⁶⁴ Například ISDA Master Agreement.

⁶⁵ Thévenoz, L.: op. cit. pozn. č. 6, str. 16.

transakcích.⁶⁶ V této souvislosti se proto naskytá otázka, zda tento typ právního rizika nemůže vyústit i v riziko systémové.

Odpověď na tuto otázku není zcela jednoznačná: na jednu stranu, lze pravděpodobně souhlasit, že *„odpověď by v zásadě měla být záporná, protože pokud každá vrstva systému sama o sobě poskytuje rozumná řešení, nemělo by být mimo dosah intelektuálních schopností dobrých a efektivních právníků poskládat tyto vrstvy tak, aby „pasovaly“ jedna k druhé;“*⁶⁷ na druhou stranu je tato teoretická premisa obtížně aplikovatelná v praxi, neboť moderní finanční systémy jsou velmi komplikované a obnášejí velmi významné finanční expozice, přičemž v případě jejich nezdaru je riziko dominového efektu nemalé.

Příkladem praktického právního rizika přeshraniční nepřímé držby je - vedle obvyklých rizik spojených s přeshraničními transakcemi, jako jsou problémy jazyka, různého pojmosloví či aplikace veřejnoprávních norem různých právních řádů - riziko vyplývající ze skutečnosti, že transakce a mechanismy týkající se nepřímé držby cenných papírů jsou obvykle produktem anglosaských obchodních a právních technik, jež jsou obtížné slučitelné s právními instituty kontinentálních právních řádů. Problémy obdobného charakteru však vznikají i v rámci rodiny kontinentálních právních řádů. Jelikož v podstatě každý právní řád vymezuje právo konečného majitele k nepřímo drženému cennému papíru trochu jinak, vzniká otázka, jak sladit právní účinky těchto odlišně definovaných práv v případě, že tato práva působí přeshraničně.

Archetypem příkladu nekompatibility různých právních řádů je situace, kdy právní řád státu A dovoluje existenci pouze dematerializovaných cenných papírů, kdežto právní řád státu B zná pouze listinné cenné papíry. Prostředníci ve státě B tak nebudou moci vést evidenci cenných papírů emitovaných osobami ve státě A, neboť stát B nezná pojem dematerializovaných cenných papírů.⁶⁸ K popsané

⁶⁶ Druhá Giovanniniho zpráva, str. 54 - 55.

⁶⁷ Morton, G.: op. cit. pozn. č. 51, str. 9.

⁶⁸ Thévenoz, L.: op. cit. pozn. č. 6, str. 17 - 18.

situaci bude docházet například při střetu norem francouzského právního řádu a od roku 2014 rovněž belgického právního řádu, jež neznají listinné cenné papíry, a právních řádů méně rozvinutých zemí, jež operují výlučně s listinnými cennými papíry.

Další zdroj přeshraničního právního rizika bude vznikat „*vždy, když vlastnický řetězec bude překračovat hranici mezi právním řádem systému přímého vlastnictví a právním řádem systému vícevrstevného oprávnění.*”⁶⁹ Vzhledem k tomu, že prostředníkům druhé úrovně a nižších úrovní stejně jako konečným majitelům vzniká v rámci systémů vícevrstevných oprávnění v důsledku připsání cenných papírů na účet pouze určitý soubor práv vůči prostředníkovi, jež jsou často pouze závazkového charakteru, nepřiznávají systémy přímého vlastnictví „*svým*” prostředníkům či konečným investorům k tomuto souboru práv vůči prostředníkovi z vícevrstevné jurisdikce věcněprávní ochranu, jež by je chránila v případě insolvence prostředníka. Některé právní řády, jako například německý či rakouský, řeší tuto problematiku pomocí zvláštního právního režimu pro tyto specifické případy držby implikující držbu skrz systémy vícevrstevných oprávnění, tak aby zpřístupnily „*svým*” subjektům možnost bezpečné přeshraniční držby při poskytování stejného stupně ochrany jako v rámci domácího režimu.

Rizika vyplývající z nekompatibility různých právních řádů v rámci řetězců nepřímé držby je nutno důsledně odlišovat od rizik vyplývajících z problémů při určení rozhodného právního řádu na určité aspekty nepřímé držby. Rizika vyplývající z nekompatibility různých právních řádů v rámci řetězců nepřímé držby předpokládají úspěšně vyřešení kolizních otázek aplikace různých právních řádů a jsou na výskytu problémů spojených s kolizními normami zcela nezávislá. Jinými slovy, i když určení rozhodného právního řádu či právních řádů proběhne zcela bezproblémově, rizika vyplývající z nekompatibility různých právních řádů budou stále přítomná. Komplexní charakter vztahů v rámci přeshraniční nepřímé

⁶⁹ Tamtéž, str. 27.

držby totiž zpravidla nepovede k určení jednoho právního řádu jako právního řádu použitelného na všechny aspekty vztahů v rámci nepřímé držby.

Oddíl 4 – Rizika nepřímé držby v českém právním řádu

Česká právní úprava nepřímé držby cenných papírů je zkoumána optikou moderních teorií vývoje práva aplikovaných na oblast cenných papírů. Tato analýza pomůže identifikovat stupeň vývoje české právní úpravy v oblasti nepřímé držby a identifikovat zdroje právního či systémového rizika, které v této oblasti existují či které právní úprava sama vytváří. Vývoj nepřímé držby v českém právu můžeme rozdělit do dvou základních fází: fázi první, vycházející z jednostupňového centralizovaného systému založeného na veřejnoprávním monopolu vedení evidence zaknihovaných cenných papírů Střediskem cenných papírů, a fází druhou, založenou na dvoustupňovém decentralizovaném systému vedení evidencí finančních nástrojů. Fáze první trvala formálně od vstupu v účinnost zákona o cenných papírech 1. ledna 1993 do vstupu v účinnost zákona o podnikání na kapitálovém trhu 30. dubna 2004, fakticky však od března 1993, kdy začalo Středisko cenných papírů poskytovat své služby, do 7. července 2010, kdy Středisko ukončilo svou činnost a bylo nahrazeno centrálním depozitářem. Konsekventně druhou fází nepřímé držby lze formálně datovat od 1. května 2004, fakticky však až od 7. července 2010.

Většina autorů i praxe se při hodnocení předchozího jednostupňového centralizovaného systému zaknihovaných cenných papírů založeného na veřejnoprávním monopolu jediného shodovala v tom, že tento systém nevyhovuje požadavkům nepřímé držby a moderním způsobům obchodování s cennými papíry.⁷⁰ Nevhodnost tohoto systému se projevovala jednak vytvářením

⁷⁰ Elek, Š.: Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů, *Právní rozhledy*, 8/2002, str. 367 an.; Dědič, J., Čech, P.: Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, *Právní zpravodaj*, 2004, č. 6, str. 1 an. (LexData); Hart, J., Pihera, V.I.: Nová právní úprava kapitálového trhu, *Právní rozhledy*, 11/2004, str. 414; Pihera, V.I.: Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, *Právní rozhledy*, č. 1/2005, str. 23, 26 a 27; Česká bankovní asociace - Asociace pro kapitálový trh -Burza cenných papírů: Projekt víceetapňové evidence investičních nástrojů.

paralelních řetězců nepřímé držby, kdy majitel vlastnického účtu ve Středisku cenných papírů byl ve skutečnosti prostředníkem, který vlastnil cenné papíry pro své klienty, kteří ovšem nebyli nijak chráněni proti insolvenční takovéhoto „*de facto*“ prostředníka;⁷¹ a jednak tendenci majitelů účtu ve Středisku přeměňovat zaknihované cenné papíry na listinné z důvodu časově zdlouhavého a vysoce formalistického přístupu Střediska při poskytování služeb spojeného s vysokými poplatky za tyto služby. Zatímco se v minulých letech ve většině vyspělých zemí přeměňovaly listinné cenné papíry na dematerializované, ať už veřejnoprávní formou zaknihování či soukromoprávní formou imobilizace, probíhal v České republice jev opačný: zaknihované cenné papíry se měnily na listinné, moderní systém nepřímé držby ustupoval zastaralému systému přímé držby.

Reforma struktury systému nepřímé držby provedená v roce 2004 zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a souběžnou novelizací zákona o cenných papírech přinesla přeměnu jednostupňového systému držby na dvoustupňový systém, zrušení veřejnoprávního monopolu Střediska cenných papírů na poskytování služeb prostředníka, vytvoření centrálního depozitáře a umožnění poskytování služeb prostředníka soukromým osobám. Pokud jde o ukončení systému veřejnoprávního modelu poskytování služeb vedení účtů zaknihovaných cenných papírů jednou centrální institucí, lze říci, že zákonodárce vyhověl požadavkům praxe a odborné veřejnosti, neboť způsob poskytování služeb prostředníka Střediskem nebyl dále životaschopný. Co se týče změny změny jednostupňového centralizovaného systému, zde došlo k částečné adaptaci tržní reality, když byl připuštěn alespoň dvoustupňový systém navazující na centrálního depozitáře (s paralelní existencí samostatných evidencí krátkodobých dluhopisů a evidencí cenných papírů kolektivního investování) navzdory tomu, že část odborné veřejnosti argumentovala pro připuštění standardní neomezené vícestupňové evidence, jak je tomu běžné v jiných zemích.⁷² Přesto, že funkční konvergenci

⁷¹ Pihera, Vl.: K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům, Právník 1/2004, str. 90.

⁷² Česká bankovní asociace - Asociace pro kapitálový trh - Burza cenných papírů: Projekt vícestupňové evidence investičních nástrojů .

centralizovaného jednostupňového veřejnoprávního systému na decentralizovaný dvoustupňový veřejnoprávní systém lze hodnotit pozitivně, nelze si nepoložit otázku, proč reforma architektury nepřímo držných cenných papírů nedospěla až do formy, jež je obvyklá v jiných státech, které disponují vyspělými fungujícími trhy s cennými papíry, a zastavila se takřikajíc uprostřed cesty.⁷³

V tomto ohledu lze v rámci českého legislativního vývoje v oblasti práva nepřímých cenných papírů pozorovat fenomén tzv. „*path dependence*“ popsany americkými právními teoretiky Roem a Bebchukem. Roe a Bebchuk poukazují na skutečnost, že konvergenci právních systémů stojí v cestě protikladný fenomén tzv. „*path dependence*“ neboli „závislosti na (předchozím) vývoji.“⁷⁴ Překážka „závislosti na (předchozím) vývoji“ se v procesu konvergence může projevit ve formě závislosti na (předchozí) struktuře⁷⁵ či závislosti na (předchozích) pravidlech.⁷⁶ Závislost na (předchozí) struktuře odkazuje na skutečnost, že předchozí rozdělení moci určuje současné rozdělení moci: ke změně právních pravidel může proto dojít, pouze pokud tato změna reflektuje existující distribuci moci a zájmy těch, kteří momentálně dominují, i kdyby tato změna přinesla celkově větší užitek všem. Tento jev je doprovázen závislostí na (předchozích) pravidlech, jíž se rozumí skutečnost, že předchozí právní pravidla mají vliv na budoucí vlastnické struktury.⁷⁷ Překážka závislosti na předchozích pravidlech v České republice zcela zřejmě zbrzdila modifikaci jednostupňového systému držby místo na standardní více-⁷⁸stupňový systém pouze na systém dvoustupňový a zabránila vytvoření standardního konceptu nepřímé držby; překážka závislosti na (předchozí) struktuře pak měla za následek rozdrobení systému evidence investičních nástrojů na větev odvíjející od centrálního depozitáře a větve

⁷³ Pihera, V. I.: Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, č. 1/2005, str. 26 a 27.

⁷⁴ Bebchuk, L., A., Roe, M., J.: A theory of path dependence in corporate ownership and governance, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 131, November 1999, Social Science Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414, str. 1.

⁷⁵ V ang.: „*structure driven path dependence*.“

⁷⁶ V ang.: „*rule driven path dependence*.“

samostatných evidencí s nelogickou separací zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování do větve samostatných evidencí, jež – v souladu s myšlenkou závislosti na (předchozí) struktuře – lze vysvětlit partikulárními zájmy sektoru kolektivního investování.

Kapitola 1 – Vnitřní rizika

Přesto, že popsaný vývoj české právní úpravy je ve světle teorie překážky závislosti na (předchozích) pravidlech a překážky závislosti na (předchozí) struktuře pochopitelný, nelze nevidět, že tato úprava je zdrojem nežádoucích právních rizik. Tato právní rizika nejsou inherentními, nevyhnutelnými právními riziky, nýbrž se jedná o rizika, jež právo generuje samo o sobě svou nekonzistentností. Ve výše uvedené klasifikaci Joanny Benjamin můžeme tato rizika charakterizovat jako vnitřní problémy práva. Je tristní, že se zákonodárci podařilo vygenerovat všechny typy rizik řazených Joannou Benjamin do skupiny vnitřních problémů práva: současná česká právní úprava je nejasná a obtížně pochopitelná pro své adresáty, neodpovídá tržní realitě, a bez zjevného důvodu ztěžuje adresátům uzavírání legálních transakcí. Přes dosažení jistého stupně funkční konvergence s vyspělými právními řády není existující právní stav z hlediska zmíněných požadavků absence právních rizik žádoucí, a to především proto, že, za první, nebyly opuštěny právní koncepty založené na principech, jež ovládaly dispozice s listinnými cennými papíry; za druhé, není jasně vymezen okruh investičních nástrojů, jež mohou být předmětem nepřímé držby; a za třetí, právní úprava vytváří mylný dojem, že je možno získat vlastnické právo k investiční nástrojům, jež nejsou cennými papíry, jako jsou například deriváty, tj. k předmětům občanskoprávních vztahů charakterizovaných jako závazky.

Pokud jde o prvně zmíněný problém, je nutné si uvědomit, že listinné a zaknihované cenné papíry představují v současném světě finančních trhů dva odlišné „živočišné druhy“, přičemž prvnímu z nich hrozí v zemích s rozvinutým finančním trhem bezprostřední vyhynutí. Vytváření právních koncepcí založených

77 Bebhuk, L., A., Roe, M., J.: op. cit. pozn. č. 74, str. 4 - 5.

na principech nakládání s listinnými cennými papíry je předem odsouzeno k nezdaru, neboť postrádá jakoukoli oporu v realitě současného obchodování na finančních trzích. Co se týče českého práva, přesto, že funkční konvergence k systému založeném na dematerializovaných cenných papírech proběhla téměř před dvěma desetiletími, soukromoprávní režim úschovy a převodu cenných papírů stále spočívá na pravidlech založených na premise fyzického doručení listinných cenných papírů. V tomto smyslu je vzhledem k českému právnímu řádu namísto Rogersova trefná poznámka učiněná v polovině devadesátých let minulého století na adresu amerických snah o reformu tamního systému cenných papírů: *„zkoušet použít tato pravidla [vytvořená pro listinné cenné papíry] pro moderní systém cenných papírů držených přes prostředníky je jako zkoušet použít starý elektrický systém pro moderní budovu; není to nemožné, ale zabere to mnoho úsilí a neposkytuje přílišnou ochranu v krizových situacích. V dnešní době je nemalá část právníckého času – který samozřejmě znamená náklady – třeba k tomu, aby moderní transakce s cennými papíry byly „naroubovány“ do koncepčních schémat již uplynulé éry.“*⁷⁸ Přidržíme-li se ještě analogie s vývojem americké legislativy týkající se nepřímo držených cenných papírů, nelze v ustanoveních zákona o podnikání na kapitálovém trhu ohledně zaknihovaných cenných papírů nevidět paralelu s předchozí americkou reformou v této oblasti z roku 1978, kterou Rogers oprávněně kritizuje: stejně jako v českém právním řádu se americký zákonodárce snažil úzkostlivě zachovat paralelu mezi listinnými cennými papíry a zaknihovanými cennými papíry, a to tak, že se pokusil pravidla o zaknihovaných cenných papírech včlenit do logiky založené na listinných cenných papírech a tato pravidla doplnil podrobnými ustanoveními o prostřednících. Stejně jako v českém právním řádu *„výsledkem byla organizační struktura, která téměř s jistotou přispívá k pojmovému zmatení právníků, kteří s ustanoveními tohoto zákona nebyli detailně obeznámeni.“*⁷⁹

⁷⁸ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1449.

⁷⁹ Tamtéž, str. 1454.

Zajímavou otázkou, která se naskytá, je, proč český právní řád vyprodukoval v úpravě nepřímo držených cenných papírů takové koncepční nesrovnalosti, jako je například možnost vlastnictví derivátů, tzn. vlastnictví pohledávek, jež jinak soukromoprávní normy nepřipouští. Teoretické vysvětlení tohoto fenoménu poskytuje opět analýza Roa a Bebhuka, podle které vlastnická struktura je funkcí politických rozhodnutí či historických událostí.⁸⁰ Podle těchto autorů je právo pouze vedlejším faktorem, jež má určitý vliv na formování institucionálního uspořádání, avšak toto uspořádání pouze dotváří či modifikuje, a to jen jako produkt politických rozhodnutí. Tito autoři uvádějí, že právo může být politickým rozhodnutím změněno v podstatě jakýmkoli směrem.⁸¹ Tato argumentace poměrně přesně vystihuje strukturu právních norem týkající se nepřímé držby cenných papírů v České republice. Středisko cenných papírů a z něho vyplývající jednostupňový vlastnický systém byly plodem poměrně ojedinělé historické události zvané kupónová privatizace a současný dvoustupňový systém založený na centrálním depozitáři je do značné míry pouze „*upraveným Střediskem*.“ Právo – prostřednictvím zákona o podnikání na kapitálovém trhu a jeho následných novelizací od roku 2004 – v souladu s první tezí Roa a Bebhuka jen částečně modifikovalo existující konfiguraci vlastnické architektury nepřímo držených cenných papírů. Zavedením termínů „*vlastnictví investičních nástrojů*“ tímto zákonem paradoxně potvrdilo i druhou tezi těchto autorů, že právo může být změněno jakýmkoli způsobem přesto, že české právo možnost vlastnictví pohledávek do té doby nepřipouštělo.

Kapitola 2 - Vnější rizika

Komunikaci mezi českým právním řádem a jinými právními řády v oblasti cenných papírů zajišťuje ustanovení odstavce 3 § 1 zákona o cenných papírech. Toto ustanovení poněkud úsečně stanoví, že „*zahraniční cenný papír je cenný papír vydaný v zahraničí, nestanoví-li zvláštní právní předpis jinak*.“ Tato norma

⁸⁰ Bebhuk, L., A., Roe, M., J.: op. cit. pozn. č. 74, str. 2.

⁸¹ Tamtéž, str. 36.

je značně problematická, neboť, aby bylo možno určitý cenný papír vydaný v zahraničí kvalifikovat jako zahraniční cenný papír, je třeba zjistit, co se v českém právu obecně cenným papírem rozumí. Český právní řád však obecné vymezení cenného papíru neposkytuje; zákon o cenných papírech uvádí pouze příkladný výčet typů cenných papírů.⁸² První otázkou, kterou je nutno si položit, je, zda typ cenného papíru vydaného v zahraničí, jenž není uveden ve výčtu odstavce 1 § 1 zákona o cenných papírech či za cenný papír prohlášen jiným zákonem, lze, z hlediska českého práva považovat za cenný papír, resp. za zahraniční cenný papír. Přesto, že teoreticky cenným papírem může být i jiný nástroj než ten, jenž je uveden příkladným výčtu odstavce 1 § 1 zákona o cenných papírech, z důvodu absence obecných kritérií cenného papíru neexistuje způsob, jak takový další typ cenného papíru, resp. zahraničního cenného papíru, určit.

Právní nejistota panuje i u otázky, co považovat za zahraniční cenný papír v případě, že cenný papír vydaný v zahraničí je ekvivalentem některého typu cenného papíru uvedeného ve zmíněném výčtu odstavce 1 § 1 zákona o cenných papírech. Bude-li totiž česká fyzická či právnická osoba držet zahraniční cenný papír přímo, ať už se jedná o listinný cenný papír uložený v zahraničí či o zaknihovaný cenný papír v podobě zápisu na účtu vlastníků v elektronické evidenci národního či mezinárodního centrálního depozitáře či v seznamu akcionářů emitenta, bude se tento vztah ve většině případů řídit právem, kde se bude nacházet cenný papír či účet cenných papírů. Tímto právem bude právní řád zahraniční, nikoli český, a ustanovení odstavce 1 § 3 zákona o cenných papírech o zahraničním cenném papíru se nepoužije. Situací, na kterou bude definice zahraničního cenného papíru nejčastěji dopadat bude tudíž případ, kdy český prostředník bude v samostatné evidenci vést pro českou fyzickou či právnickou osobu záznam o tom, že tento prostředník má na účtu u zahraničního prostředníka na své jméno evidovány v elektronické podobě určité cenné papíry, ať už jako prostředník prvního stupně či prostředník na nižších úrovních vlastnického

⁸² § 1, odst. 1 ZCP: Tento zákon se vztahuje na cenné papíry, kterými jsou zejména akcie, zatímní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, opční listy,

řetězce. V těchto situacích se bude jednat o nepřímo držený cenný papír nacházející se v zahraničí a otázkou bude, zda takový nepřímo držený cenný papír bude možno považovat v očích českého právního řádu za cenný papír, resp. za zahraniční cenný papír. Bude možno za zahraniční cenný papír považovat záznam na účtu cenných papírů představující cenné oprávnění dle amerického konceptu, které bude opravňovat pouze k nároku na plnění od prostředníka vyšší úrovně bez jakékoli možnosti přímého vztahu k emitentovi a bez jistoty, že tomuto cennému oprávnění skutečně odpovídá záznam v registru emise? Bude možno za zahraniční cenný papír z hlediska zákona o cenných papírech považovat záznam na účtu, jenž je důkazním prostředkem o existenci spoluvlastnického podílu k určité hromadné listině, jak je tomu například podle německého, rakouského či belgického právního řádu? Lze za zahraniční cenný papír považovat záznam na účtu cenných papírů představující nehmotné právo věcné povahy uplatnitelné pouze vůči depozitáři, nikoli vůči emitentovi, jak je tomu podle lucemburského práva? Bohužel na tyto zásadní otázky, na které právní praxe naráží téměř při každé emisi cenných papírů na pražské burze, nedává zákon ani doktrína jakoukoli uspokojivou odpověď.

Díl druhý – Teoretická východiska právní úpravy nepřímé držby

Vzhledem k tomu, že nepřímo držené cenné papíry jsou výtvořiny práva bez samostatné nezávislé existence mimo horizont práva, vyžaduje nepřímá držba *eo ipso* existenci právní úpravy, která by nepřímou držbu a nepřímo držené cenné papíry uvedla v život. Tato právní úprava se však nemůže omezit pouze na vymezení základních parametrů nepřímé držby, ale musí se rovněž snažit o co největší minimalizaci rizik, jež z nepřímé držby vyplývají, neboť tato rizika přímo ovlivňují rozvoj trhů s cennými papíry a možnost přístupu ekonomických subjektů na tyto trhy. Právní normy ovšem nebudou nikdy moci rizika, jež se snaží redukovat, zcela eliminovat. Pokud však právní rámec nebude schopen zajistit

směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy.

udržení rizik na určité úrovni, investoři nebudou ochotni v dané jurisdikci uzavírat transakce, což bude dusit ekonomickou aktivitu v oblasti obchodování s cennými papíry. Investor totiž po důkladném právním auditu může dojít k závěru, že míra rizika, jež daný právní řád vytváří, je tak vysoká, že je ekonomicky výhodnější nepouštět se v dané oblasti do žádných transakcí.⁸³ To má samozřejmě negativní ekonomický dopad na daný trh, zvláště jedná-li se o trh rozvíjející, jakým je například český trh s cennými papíry.

Na základě identifikace a vymezení zdrojů právních rizik souvisejících s nepřímou držbou formulovala Joanna Benjamin i několik obecných právně politických zásad, jež by kvalitní legislativní úprava nepřímé držby měla obsahovat, aby sama nebyla jedním ze zdrojů právních rizik. Pokud jde o rizika vyplývající z chování finančních institucí, tato rizika mohou být snížena, pokud regulatorní požadavky nebudou pro finanční instituce příliš nákladné a komplikované, takže tyto instituce nebudou mít důvod tyto požadavky obcházet. Co se týče rizik vycházejících z povahy finančních trhů, právo by mělo vždy dávat do určité míry prostor pro vytváření inovativních produktů, aby mohlo docházet k přirozenému vývoji trhu ve vyvážené interakci s právními normami a regulatorní praxí. Vnitřní problémy práva je možno omezit včasnou a důkladnou konzultací navrhovaných právních norem s jejich potenciálními adresáty, kteří mohou upozornit na možné zdroje rizika předtím, než je právní úprava přijata. Díky tomu lze tyto zdroje rizika odstranit dříve, než si najdou cestu do platného práva. Konečně u posledního zdroje rizika vyvěrajícího ze vzájemné interakce práva a finančnictví, je třeba odlišit, zda toto riziko má svůj původ v psaných právních normách či v nepsaných zvyklostech účastníků trhu: tam, kde riziko vychází z psaných právních norem, je třeba ke korekci aktu zákonodárce; tam, kde riziko vyplývá z nepsaných zvyklostí účastníků trhu, je potřebná zejména součinnost asociací účastníků finančních trhů a regulátora v podobě publikace stanovisek k danému problému, které mohou usměrňovat chování účastníků těchto trhů. Pokud jde o regulaci přeshraničních rizik, tato rizika lze limitovat

⁸³ Morton, G.: op. cit. pozn. č. 51, str. 6.

jednak na nadnárodní úrovni vhodnou intenzitou harmonizace mezinárodních aspektů nepřímé držby a jednak na národní úrovni vytvářením pravidel na základě důkladné analýzy norem relevantních zahraničních právních řádů, ze kterých pocházejí účastníci, se kterými domácí finanční instituce nejvíce obchodují.⁸⁴

Bylo-li v předchozí sekci argumentováno, že česká úprava nepřímé držby cenných papírů stále vytváří neakceptovatelnou míru právních rizik, v důsledku čehož je nutno s touto právní úpravou dále legislativně pracovat, je nutno si ujasnit jakou právně-teoretickou cestou by se budoucí legislativní vývoj měl vydat a jaké překážky lze na této cestě očekávat. Má jít nová právní cesta směrem sbližování s jinými právními řády či svou vlastní cestou bez ohledu na úpravu nepřímo držených cenných papírů v jiných státech? Na základě dosavadního vývoje právní úpravy cenných papírů v České republice a silnému vlivu fenoménu internacionalizace v této oblasti lze usuzovat, že budoucí reglementace se bude ubírat konvergenční cestou směrem ke globálnímu modelu načrtnutému Ženevskou úmluvou UNIDROIT a k evropskému modelu upravenému útržkovitě v několika různých směrniciích a nařízeních. Na základě předchozího legislativního a doktrinálního vývoje lze předpokládat, že tato konvergenční cesta nebude přímočará a že bude poznamenána problémy vyplývající z výše popsaného fenoménu závislosti na (předchozím) vývoji.⁸⁵

Oddíl 1 – Konvergenční přístup

Cesta reformy české právní úpravy v oblasti dematerializovaných cenných papírů v souladu s konvergenčním přístupem je žádoucí jak z hlediska zahraničních investorů – model nepřímé držby, jenž bude srozumitelný zahraničním investorům zvýší jejich důvěru v český trh s cennými papíry a potenciálně i výši zahraničních investic plynoucích do České republiky – , tak z hlediska potřeb domácích investorů – jež budou mít zájem na tom, aby mohli bezpečně investovat do cenných cenných papírů, ať už českých či zahraničních, což bude snadněji

⁸⁴ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 57, str. 25 an.

⁸⁵ Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 17.

uskutečnitelné v případě, že česká právní úprava v této oblasti bude kompatibilní s právní úpravou v zemích s vyspělými trhy cenných papírů. Trh cenných papírů v České republice není v porovnání se sousedními trhy nijak velký a nelze proto předpokládat, že by svébytná právní úprava nepřímo držených cenných papírů měla velkou šanci přivodit legislativní změnu jdoucí v duchu české úpravy i v jurisdikcích, se kterými má český trh cenných papírů užší styky. Z širšího pohledu lze z důvodu závazků České republiky vyplývajících z jejího členství v Evropské unii očekávat konvergenci směrem k legislativním řešením, jež vyplynou z instrumentů práva Evropské unie.

Vzhledem k předešlému vývoji právní úpravy v oblasti cenných papírů v České republice, je zřejmé, že se uplatnil funkční konvergenční přístup, tj. že nejdříve došlo ke sblížení funkčních aspektů nepřímé držby, tzn. ke konvergenčním změnám v pojetí systému nepřímé držby z jednostupňového systému na vícestupňový a k umožnění přístupu soukromoprávních osob k výkonu funkcí prostředníka. Toto funkční sblížení však zůstalo na půli cesty a nedošlo k plné aproximaci struktur nepřímé držby tak, jak je známa ve státech s vyspělými trhy s cennými papíry. Na druhou stranu v České republice v oblasti trhů s cennými papíry dosud neproběhla tzv. formální konvergence, neboť doposud nedošlo k transformaci legislativního a doktrinárního náhledu na nepřímo držené cenné papíry, jež jsou fundamentálně odlišné od listinných cenných papírů. Tento vývoj je nicméně přirozený, neboť jak argumentuje Gilson k funkční konvergenci dochází většinou dříve, neboť je méně nákladná než konvergence formy.⁸⁶ Konvergence formy je nadcházející výzvou pro český právní řád v oblasti práva cenných papírů, a to výzvou, jejíž uskutečnění nebude o nic méně náročnější, než byla realizace funkční konvergence v letech nedávno minulých.

V perspektivě potenciální změny české právní úpravy zaknihovaných cenných papírů je nutno nejdříve identifikovat konvergenční normy, tj. normy, k nimž by

⁸⁶ Gilson, R. J.: Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192; and Columbia Law and

se normy českého právního řádu v oblasti cenných papírů měly přibližovat. Vzhledem k tomu, že rozsah konvergenčních norem nebude nikdy takový, aby vyčerpávajícím způsobem pokryl celou materii nepřímé držby cenných papírů, a tudíž budou vždy existovat oblasti, jež konvergenčním modelem nebudou pokryty, je rovněž nutno analyzovat, jak se různé právní řády vypořádávají s existencí odlišných právních institutů jiných právních řádů v oblasti nepřímé držby a jakým způsobem zajišťují jejich interakci; jinými slovy, je třeba zjistit, jak jednotlivé právní řády zajišťují svým adresátům, že budou mít přístup k cenným papírům podle zahraničních právních řádů a že jejich práva k těmto zahraničním cenným papírům budou dostatečně chráněna.

Kapitola 1 – Globální konvergenční model

Současná intenzita globálního propojení finančních trhů ostře kontrastuje s neslučitelností právních řádů, pokud jde o architekturu právních vztahů k nepřímo drženým cenným papírům obchodovaných na těchto trzích. Tento významný zdroj rizika podryvající stabilitu nejen finančních trhů konstatovaný, mimo jiné, již během prací na návrhu Haagské úmluvy⁸⁷, vyvolává potřebu pokusit se o snížení hladiny tohoto rizika prostřednictvím globálního sblížení právních norem v oblasti právních vztahů k cenným papírům. Nejpříhodnějším fórem pro úsilí o sblížení v této oblasti metodou přímé harmonizace se vzhledem ke svému poslání⁸⁸ stal Mezinárodní ústav pro sjednocování soukromého práva UNIDROIT (dále jen UNIDROIT).⁸⁹

Economics Working Paper No. 174, May 2000, Social Science Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=229517, str. 5.

⁸⁷ Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K.: Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka, Stálá kancelář Haagské konference mezinárodního práva soukromého, 2006, str. 5.

⁸⁸ Cílem UNIDROIT je podle článku 1 jeho Statutu je „zkoumat způsoby sblížování a koordinování soukromého práva států a skupin států a postupně připravovat k přijetí různými státy právní předpisy jednotného soukromého práva. Za tímto účelem ústav: a) připravuje návrhy zákonů či úmluv s cílem zavádět jednotné vnitrostátní právo; b) připravuje návrhy smluv za účelem zjednodušení mezinárodních vztahů v oblasti soukromého práva; c) vypracovává srovnávací studie v oblastech soukromého práva; d) zabývá se již existujícími iniciativami jiných institucí ve všech těchto oblastech, se kterými

Za účelem vypracování harmonizovaných hmotněprávních norem týkajících se cenných papírů držených přes prostředníka ustavil UNIDROIT na základě žádosti členských států pracovní skupinu,⁹⁰ která se poprvé sešla v září 2002. Studijní skupina se zaměřila na dvě skupiny otázek: první z nich byla identifikace klíčových parametrů, jež musí být přítomny v každé struktuře držby a převodu nepřímo držených cenných papírů, aby tato struktura mohla být považována za dostatečně důvěryhodnou z pohledu investorů a efektivity prováděných transakcí; druhá skupina otázek se soustředila na schopnost jednotlivých právních řádů navazovat na ustanovení jiných právních řádů v případech, kdy jsou cenné papíry drženy nepřímo. Na základě zkušeností z prací na Haagské úmluvě byl zvolen funkční přístup používající co nejvíce neutrální pojmosloví a formulující normy ve světle jejich výsledků.⁹¹

může v případě nutnosti udržovat kontakt; e) organizuje konference a zveřejňuje studie, jež považuje za vhodné kširšímu rozšíření.“

89 Mezinárodní ústav pro sjednocování soukromého práva UNIDROIT (*„Institut international pour l'unification du droit privé – International Institute for the Unification of Private Law“*) se sídlem v Římě je nezávislou mezivládní organizací založenou v roce 1926 jako pomocný orgán Společnosti národů. Po faktickém ukončení činnosti Společnosti národů v souvislosti s vypuknutím druhé světové války byl UNIDROIT v roce 1940 rekonstituován díky přijetí nového statutu z 15. března téhož roku. V současné době má UNIDROIT 63 členů (viz seznam členských států dostupný na adrese <http://www.unidroit.org/french/members/main.htm>). UNIDROIT doposud přijal devět mezinárodních úmluv, dva související protokoly, dva vzorové zákony, dva soubory zásad a jednu směrnici. Česká republika je členem UNIDROIT od 19. prosince 1992 jako nástupce České a Slovenské Federativní Republiky, která ještě jako Československá socialistická republika přistoupila ke Statutu UNIDROIT v roce 1968.

90 Standardní postup při přípravě jednotných norem v rámci UNIDROIT je následující: poté, co je zamýšlený předmět úpravy zahrnut do pracovního programu UNIDROIT, sekretariát svolá studijní skupinu. Následně určí členy, tak aby vyváženě reprezentovali různé světové právní a ekonomické systémy a zeměpisné oblasti. Skupině tradičně předsedá člen řídicí rady UNIDROIT. Předběžný návrh zpracovaných norem je pak předložen řídicí radě s předestřením dalšího postupu. V případě předběžného návrhu úmluvy obvykle spočívá v žádosti sekretarátu o svolání Výboru vládních expertů za účelem dokončení návrhu úmluvy, aby mohla být předložena diplomatické konferenci k jejímu přijetí. (Poziční dokument Studijní skupiny UNIDROIT pro harmonizaci hmotněprávních norem týkajících se nepřímo držených cenných papírů (*„Position paper of the UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities“*), Studie UNIDROIT LXXVIII - Dok. 1, srpen 2003, str. 31).

91 Tamtéž, str. 14.

Po pěti schůzkách výše zmíněné studijní skupiny a konzultacích s profesionály i akademiky předložil 23. prosince 2004 sekretariát UNIDROIT členským státům předběžný návrh Úmluvy UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních upravujících cenné papíry držené přes prostředníka doplněný komentářem k jednotlivým ustanovením. Tento předběžný návrh posloužil jako základ pro schůzky Výboru vládních expertů,⁹² který zpracoval další tři navazující verze předběžného návrhu, aby dospěl ke konečnému návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních upravujících nepřímo držené cenné papíry, který prostřednictvím řídicí rady UNIDROIT předložil diplomatické konferenci. Diplomatická konference při svém prvním zasedání v Ženevě ve dnech 1. až 12. září 2008 provedla závěrečné úpravy textu návrhu,⁹³ rozhodla o přípravě oficiálního komentáře k textu Úmluvy a svolala na 5. až 9. října 2009 opět do Ženevy závěrečné zasedání diplomatické konference. Tato konference přijala 9. října 2009 Úmluvu o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů (dále jen „*Ženevská úmluva UNIDROIT*“).⁹⁴

Pokud by Úmluva UNIDROIT měla být ratifikována, jednalo by se velmi pravděpodobně stejně jako v případě Haagské úmluvy o tzv. smíšenou smlouvu, k jejíž ratifikaci by bylo třeba souhlasu jak Evropské unie, tak jednotlivých členských států. Jelikož v současné době nelze odhadnout postoj Komise, Rady či jednotlivých členských států k této Úmluvě, nelze ani předvídat, zda a eventuálně kdy by se ustanovení této úmluvy mohlo stát platným a účinným právem v České republice. Podobně jako Haagská úmluva může nicméně Úmluva UNIDROIT v

⁹² Celkem se uskutečnily čtyři schůzky tohoto Výboru vládních expertů: první ve dnech 9. - 20. května 2005, druhá ve dnech 6. - 14. března 2006, třetí ve dnech 6. - 15. listopadu 2006 a konečně čtvrtá ve dnech 21. - 25. května 2007.

⁹³ Návrh Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních upravující nepřímo držené cenné papíry („*Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*“), CONF. 11/2 – Dok. 4, CONF. 11 – Dok. 48 Rev., 10. října 2008.

⁹⁴ V orig. „*UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities – Convention d’UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés*“ UNIDROIT 2009, CONF. 11/2 – Doc. 42, 9. října 2009.

posloužit jako přesvědčivý zdroj inspirace pro modernizaci národních zákonných úprav nejen v rámci Evropské unie.⁹⁵

Kapitola 2 – Evropský konvergenční model

Společně s pracemi Giovanniniho skupiny přistoupila i Evropská komise k regulaci rizik vyplývajících ze systémů vypořádání obchodů s cennými papíry souvisejících s nepřímou držbou, a to jednak vytyčením politických zásad, kterými by se měla regulace těchto rizik řídit,⁹⁶ a jednak prostřednictvím legislativních aktů, jako je například směrnice o neodvolatelnosti zúčtování,⁹⁷ směrnice o finančním zajištění⁹⁸ či směrnice o úpadku úvěrových institucí.⁹⁹ Účinky těchto legislativních aktů prošly zhodnocením, které poukázalo na některé jejich nedostatky při snižování rizik spojených s fungováním těchto systémů,¹⁰⁰ na které navázala jejich novelizace.¹⁰¹

⁹⁵ Viz německý přístup k použití Úmluvy UNIDROIT jako inspiračního zdroje pro změny v národním zákonodárství týkající se cenných papírů : Einsele, D.: Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance? *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review* 2005-1/2, str. 251 an.

⁹⁶ Sdělení Komise – Implementace rámce pro finanční trhy: akční plán („*Communication from the Commission – Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*“), COM(1999) 232, 11. května 1999; Sdělení ohledně zúčtování a vypořádání v Evropské unii: Hlavní politické problémy a budoucí výzvy („*Communication on clearing and settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenge*“), COM 2002(257) final.

⁹⁷ Směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry (ve znění směrnice 2009/44/ES), Úř. věst. L 166, 11.6.1998, str. 45.

⁹⁸ Směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění (ve znění směrnice 2009/44/ES), Úř. věst. L 168, 27.6.2002, str. 43.

⁹⁹ Směrnice 2001/24/ES o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí, Úř. věst. L 125, 5.5.2001, str. 15.

¹⁰⁰ Hodnoticí zpráva týkající se směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování (EU 25), Zpráva Evropské komise, KOM(2005)657 v konečném znění, 15. prosinec 2006; Hodnoticí zpráva týkající se směrnice o dohodách o finančním zajištění (2002/47/EC), Zpráva Evropské komise Radě a Evropskému Parlamentu, KOM(2006)833 v konečném znění, 20. prosinec 2006, str. 11.

¹⁰¹ Směrnice 2009/44/ES, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru, Úř. věst. L 146, 10.6.2009, str. 37.

Uvedené směrnice byly prvními instrumenty práva EU, jež se dotkly vztahu mezi majitelem účtu nepřímo držených cenných papírů a jeho přímým prostředníkem. Tento „dotek“ se však netýkal vztahů mezi jakýmkoli majitelem účtu a jakýmkoli prostředníkem, nýbrž pouze mezi určitými prostředníky.¹⁰² například směrnice o finančním zajištění nezasáhla do vztahů mezi vybranými majiteli účtů a prostředníky či emitenty přímo,¹⁰³ nýbrž upravila pouze určité dispoziční aspekty s nepřímo drženými cennými papíry, konkrétně zajištění.¹⁰⁴ Nicméně v rámci tohoto limitovaného okruhu své působnosti tato směrnice vytvořila v rámci EU jednotný právní rámec pro používání finančního zajištění,¹⁰⁵ včetně vynětí finančního zajištění z obecného insolvenčního režimu. Před vstupem směrnice v platnost totiž požívalo této ochrany pouze zajištění poskytnuté centrální bance nebo ve spojení s účastí v systému určeném podle odstavce 1 článku 9 směrnice o neodvolatelnosti zúčtování. Přesto, že směrnice o finančním zajištění zasáhla do vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem pouze okrajově, stanovila určité požadavky, jejichž realizaci musí být prostředník schopen umožnit: například prostředník musí zajistit, že jak majitelé účtů nepřímo držených cenných papírů, tak příjemci finančního zajištění budou moci učinit nepřímo držené cenné papíry evidované na účtu předmětem finančního zajištění, a to jak v podobě poskytnutí jistoty, včetně zřízení zástavního práva, tak v podobě zajišťovacího převodu vlastnického práva, včetně dohod o zpětném odkupu. Příjemcům finančního zajištění musí být dále za určitých podmínek – tj. je-li tak mezi poskytovatelem a příjemcem zajištění dohodnuto a není-li to v rozporu s vnitrostátními právními předpisy o oddělení aktiv a o rovném zacházení s věřiteli – umožněno „používat

¹⁰² Článek 1, odst. 2 směrnice o finančním zajištění; § 323a, odstavec 3 obchodního zákoníku.

¹⁰³ Návěti 19 preambule směrnice o finančním zajištění.

¹⁰⁴ Finančním zajištěním jsou aktiva, která dlužník poskytuje věřiteli ke snížení rizika finanční ztráty věřitele na nejmenší možnou míru v případě, že dlužník nesplní své finanční závazky vůči věřiteli. Zajištění se využívá ve všech typech operací, včetně kapitálových trhů, finanční správy bank a poskytování finančních prostředků, platebních a zúčtovacích systémů a bankovních úvěrů obecně. Zajištění je nejčastěji poskytováno formou hotovosti nebo cenných papírů.

¹⁰⁵ Cílem směrnice bylo dosáhnout větší integrace a nákladové účinnosti evropských finančních trhů zjednodušením zajišťovacího postupu, zvýšením právní jistoty při používání zajištění a snížením rizik pro účastníky trhu.

*finanční zajištění nebo s ním disponovat jako vlastník.”*¹⁰⁶ Krom toho, směrnice o finančním zajištění vyžaduje, aby zajišťovací dispozice v rámci pole působnosti této směrnice mohly být vykonávány pomocí elektronických záznamů, čímž vyžaduje od prostředníků, aby byli schopni přijímat příkazy týkající se nepřímo držených cenných papírů, jež jsou či se mají stát předmětem finančního zajištění, elektronickým způsobem.¹⁰⁷

Další partikulární úpravou vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem je na úrovni EU nedávno přijatá směrnice 2007/36/ES o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kotovanými akciemi (dále jen „*směrnice o právech akcionářů*“).¹⁰⁸ Tato směrnice harmonizuje, kromě jiného, úpravu práva společností prostřednictvím rozšíření pravidel o průhlednosti, hlasování na základě plné moci, možnosti účasti na valných hromadách elektronickými prostředky atd.¹⁰⁹ Vzhledem k nepřímo držným akciím směrnice o právech akcionářů vyžaduje, aby byl rozhodný den byl u každého druhu akcií v každém členském státě stanoven jednotně bez možnosti, aby společnost mohla datum tohoto rozhodného dne měnit. Tento den nesmí předcházet konání valné hromady o více než třicet dní a zároveň nesmí být stanoven na dřívější než osmý den od konání valné hromady. Vedle toho dotčené akciové společnosti nesmí v období mezi rozhodným dnem a dnem konání valné hromady znemožňovat nakládání s těmito cennými papíry.¹¹⁰

Kromě výše uvedených aspektů je tato směrnice významná pro nepřímou držbu hned ze dvou důvodů: jednak umožňuje hlasování na valné hromadě elektronickým způsobem¹¹¹ a jednak odstraňuje překážky pro zastupování

¹⁰⁶ Čl. 2, odst. 1, písm. m) a čl. 5, odst. 1 směrnice o finančním zajištění.

¹⁰⁷ Čl. 3, odst. 2 a čl. 3, odst. 1 směrnice o finančním zajištění.

¹⁰⁸ Úř. věst. EU, 22.7.2007, L 184, str. 17 an.

¹⁰⁹ Návěti 4 směrnice o právech akcionářů.

¹¹⁰ MoniTEUR, PriceWaterhouseCoopers - Ambruz & Dark, 4/2007, str. 2.

¹¹¹ Čl. 8 směrnice o právech akcionářů.

akcionářů na valné hromadě,¹¹² včetně zastoupení nepřímého.¹¹³ Zvláště důležitým pro nepřímou držbu je odstranění překážek pro hlasování na valné hromadě pomocí zmocněnce: to otevírá majitelům účtu možnost výběru mezi tím, zda budou svá hlasovací práva v kotovaných společnostech vykonávat sami svým jménem či zda výkonem svého práva pověří prostředníka. Samozřejmě tato možnost definitivně nezajišťuje, že majitel účtu bude ve skutečnosti mít možnost vykonávat svá práva přes prostředníka, neboť prostředník nemusí nutně tuto službu poskytovat; v takovém případě zůstane majiteli pouze možnost vykonávat tyto práva osobně. Pokud však hlasovací práva konečných majitelů bude vykonávat prostředník, musí mu být umožněno hlasovat odlišně za jednotlivé majitele. Umožnění hlasování pomocí elektronických prostředků by mělo přispět k zefektivnění hlasování, neboť lze předpokládat, že pokud bude prostředník moci na žádost majitele účtu uplatňovat jeho hlasovací práva elektronicky, klesne cena, kterou si prostředník za tuto službu bude účtovat, čímž se využití této služby otevře širšímu počtu konečných majitelů.¹¹⁴ Vzhledem k tomu, že v případě, že je hlasování na valné hromadě vykonáváno pomocí prostředníků, závisí účinnost takového hlasování do značné míry na aktivitě prostředníků, bez jejichž spolupráce se koneční majitelé neobejdou. Prostředníci ovšem nemusí mít žádný ekonomický zájem na výkonu hlasovacích práv podle instrukcí konečného majitele;¹¹⁵ proto jsou situace, kdy jsou koneční majitelé zastupováni při hlasování na valné hromadě svými prostředníky, upraveny přímo v této směrnici.

¹¹² Čl. 10 téže směrnice.

¹¹³ Čl. 13 téže směrnice.

¹¹⁴ Evropská komise, Pracovní dokument Komise, Příloha k návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů společností, jež mají své zapsané sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou připuštěny k obchodování na regulovaných trzích a jež mění směrnici 2004/109/ES – Posouzení vlivů (KOM(2005) 685 v konečném znění) („*Commission staff working document - Annex to the Proposal for a Directive on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC - Impact assessment*) (COM(2005) 685 final”), SEK/2006/0181, 17. února 2006, str. 32 a 37.

¹¹⁵ Návěti 11 preambule směrnice o hlasovacích právech akcionářů.

Směrnice o právech akcionářů přispívá k vytváření evropského konvergenčního modelu harmonizací způsobů výkonu práv akcionářů, přičemž umožňuje jak přímý výkon těchto práv, tj. akcionářem *in personam*, tak výkon nepřímý, tj. prostřednictvím prostředníka svým jménem, avšak na účet majitele účtu. V prvním aspektu se evropský model liší od modelu amerického, který zásadně umožňuje akcionářům výkon práv z akcií držенých přes prostředníka pouze prostřednictvím tohoto prostředníka.¹¹⁶ Co se týče druhého aspektu, tj. nepřímého výkonu akcionářských práv pomocí prostředníka, zde dochází k hlubší konvergenci, neboť směrnice přímo říká, jak mají prostředníci vykonávat práva majitelů účtu u emitentů akcií. Přesto, že se evropský konvergenční model vztahuje na výkon akcionářských práv u kótovaných společností, není důvodu, proč by nemohl být rozšířen i na výkon akcionářských práv vůči nekótovaným společnostem. Z obecného právně-politického pohledu vyplývá, že je nutno zajistit, aby normy ohledně nepřímé držby vždy paralelně sledovaly vývoj práva společností, neboť by nemělo smysl umožnit prostředníkům výkon hlasovacích práv na účet konečných majitelů, avšak zároveň jim v rámci práva kapitálových trhů nedat možnost tuto službu poskytovat či naopak.

V neposlední řadě je třeba zmínit připravovanou směrnici o právní jistotě v rámci držby cenných papírů a transakcí, jež v případě, že bude přijata, bude tvořit důležitou součást evropského konvergenčního modelu. Práce na této směrnici reagují na požadavek vyjádřený Skupinou právní jistoty¹¹⁷ ohledně potřeby harmonizace právního rámce pro nepřímo držené cenné papíry a lepší ochranu práv investorů spojených s těmito cennými papíry.¹¹⁸ Připravovaná směrnice, jejíž finalizace v legislativním procesu mezi Radou a Evropským Parlamentem se

¹¹⁶ Vykonává-li v americkém systému v určitých situacích akcionář svá práva osobně, děje se tak pouze na základě zmocnění od svého prostředníka; akcionář držící své akcie přes prostředníka nedisponuje možností vykonávat svá práva přímo.

¹¹⁷ V ang. „*Legal Certainty Group*.“

¹¹⁸ Druhá rada Skupiny právní jistoty, Řešení právních překážek týkajících se post-tradingových činností v EU („*Legal Certainty Group – Second Advice of Legal Certainty, Solutions to Legal Barriers relating to Post Trading within EU*“), srpen 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf, str. 12.

předvídá na polovinu roku 2011, by se měla zabývat (i) právním rámcem držby a nakládání s cennými papíry, (ii) výkonem práv investorů prostřednictvím řetězců prostředníků, (iii) možností emitentů volně si zvolit prostředníka či centrálního depozitáře, u něhož bude registrována počáteční emise cenných papírů, a (iv) podřízením činnosti vedení účtu a provádění dispozic s cennými papíry evidovanými na účtu vhodnému dozorovému režimu.¹¹⁹

Kapitola 3 – Zajištění kompatibility s jinými právními řády mimo dosah konvergenčního modelu

S problémy vyplývajícími z transakcí s nepřímo drženými cennými papíry zahrnujícími zahraniční prvek se právní řády vyrovnávají v zásadě dvojím způsobem: určité právní řády si vystačí s jednotným zacházením jak pro domácí, tak pro zahraniční nepřímo držené cenné papíry (monistický přístup); jiné právní řády naopak předvídají pro držbu domácích a zahraničních nepřímo držených cenných papírů dvojí právní režim (dualistický přístup).

(1) Monistický přístup: rekvalifikace práv k zahraničním cenným papírům

Monistický přístup k zahraničním cenným papírům je vlastní zvláště systémům common law. Uplatňuje se však i v některých prývních řádech kontinentálního práva. Tento přístup pramení ze skutečnosti, že většina transakcí s mezinárodním prvkem se řídí poměrně detailně propracovanou smluvní dokumentací vycházející z principů anglosaského práva, a tudíž problémy vyplývající z výskytu mezinárodního prvku ustupují do pozadí. Dalším důvodem pro tento přístup je existence flexibilního pojetí smluvního práva a institutu trustu, pod který lze podřadit většinu smluvně právních či věcně právních ujednání týkající se nepřímé držby cenných papírů podřízených jiným než anglosaským právním řádům. Konečně je anglosaské právo – ať už oprávněně či ne – považováno za „*přátelštější*“ vůči fungování finančních trhů a jeho použití je upřednostňováno i

¹¹⁹ Stránky Evropské komise týkající se harmonizace v oblasti práva cenných papírů: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm

s rizikem možné neplatnosti vyplývající z obcházení či bagatelizace požadavků jiných než anglosaských právních řádů.

Anglické právo si je vědomo, že institut trustu není vlastní mnohým kontinentálním právním řádům a že tyto právní řády používají odlišné právní instituty, aby dosáhly stejného účelu jako anglické právo při použití trustu. Například bude-li prostředník podléhají anglickému právu mít zřízen účet pro sebe či své klienty u Euroclearu, bude se vztah mezi Euroclearem a tímto anglickým prostředníkem řídit belgickým právem. Přesto, že belgické právo nezná pojem trustu, tak jako anglické právo, v případě sporu před anglickým soudem, nebude pro tento soud problém posoudit vztah mezi Euroclearem a jeho anglickým účastníkem jako vztah obdobný vztahům vyplývajícím z institutu trustu.¹²⁰

Obdobně lucemburská právní úprava nečiní rozdíl mezi „domácími“ lucemburskými a zahraničními cennými papíry,¹²¹ neboť lucemburský zákon o nepřímo držených cenných papírech „*upravuje cenné papíry a ostatní finanční nástroje v nejširším smyslu, které jsou přijaty do úschovy nebo evidovány na účtu depozitářem a které jsou zastupitelné či považovány za zastupitelné, ve fyzické či zaknihované podobě, na majitele, na řad nebo na jméno, lucemburské či zahraniční, v jakékoli podobě, ve které byly vydány v souladu s právem, jímž se řídí.*“¹²² Vzhledem k tomu, že právo konečných majitelů účtu k nepřímo drženým cenným papírům evidovaným na tomto účtu je charakterizováno jako „*věcné právo nehmotné povahy ke všem cenným papírům*“¹²³ a toto právo konečný majitel „*může uplatnit pouze vůči svému depozitáři,*“¹²⁴ - což zhruba odpovídá charakteru práva konečného majitele v anglosaských systémech a rovněž není v

¹²⁰ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 52 a 53.

¹²¹ Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU, Evropská komise - Skupina právní jistoty, („*EU Clearing and Settlement - Questionnaire, Legal Certainty Group – European Commission*“), MARKT/G2/MNCT D(2005), 24. dubna 2006 (dále jen „*Dotazník LCG-EC*“), str. 447.

¹²² Čl. 1 lucemburského LCTIF.

¹²³ Čl. 6, odst. 2 lucemburského LCTIF.

rozporu s kontinentálními právními řády založenými na ideji přímého vlastnictví nepřímo držených cenných papírů - , lze lucemburský koncept relativně snadno adaptovat na jakékoli nepřímo držené cenné papíry vydané podle jiného než lucemburského práva.¹²⁵

Ve stejném duchu nerozlišuje belgická úprava mezi domácími a zahraničními cennými papíry a právo k zahraničnímu nepřímo drženému cennému papíru se bude vždy snažit kvalifikovat jako ideální spoluvlastnické právo k souboru nepřímo držených cenných papírů, jak to činí i vzhledem k domácím belgickým cenným papírům.¹²⁶

Rovněž francouzský právní řád nečiní rozdíl mezi právy konečných majitelů účtu k francouzským a nefrancouzským nepřímo drženým cenným papírům: právní úprava týkající se práv k francouzským cenným papírům se použije obdobně na všechny cenné papíry či práva vyplývající z finanční investice emitované podle jiného než francouzského práva.¹²⁷ Takto široké pojetí zahraničního cenného papíru je schopno absorbovat pojetí cenného papíru jak v systémech přímého vlastnictví, tak v systémech vícevrstevných oprávnění.

Konečně posledním ze zkoumaných právních řádů, jenž zvolil monistický přístup k domácím i zahraničním cenným papírům, je nová švýcarská právní úprava, v rámci které švýcarský zákonodárce vědomě navrhl určitá ustanovení této úpravy tak, aby mohly pokrýt jak instituty domácího švýcarského práva, tak zahraničních právních řádů.¹²⁸

¹²⁴ Čl. 6, odst. 3 lucemburského LCTIF.

¹²⁵ Dotazník LCG-EC, str. 457.

¹²⁶ Čl. 12 belgického nařízení č. 62.

¹²⁷ Čl. L221-41 francouzského CMF.

¹²⁸ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 39.

(2) *Dualistický přístup: odlišný režim pro domácí a zahraniční cenné papíry*

Vzhledem k tomu, že německá úprava nepřímo držených cenných papírů se vztahuje na přesně vymezené kategorie cenných papírů¹²⁹ a že k těmto cenným papírům mohou existovat pouze vlastnická či spoluvlastnická práva,¹³⁰ je v rámci tohoto systému konečným investorům znemožněno, aby získali majetková práva k cenným papírům existujícím mimo tento systém. Aby však německý právní řád zcela neznemožnil subjektům, jejichž práva upravuje, přístup k zahraničním cenným papírům vytváří k domácímu systému paralelní systém práv k zahraničním neněmeckým cenným papírům, jenž nazývá „*WR-systém*“.¹³¹ Zkratka „*WR*“ znamená „*Wertpapierrechnung*“ neboli „*účet cenných papírů*“, ke kterému konečný majitel může získat tzv. „*Gutschrift*“ neboli „*dobropis*“. Tyto „*Gutschriften in Wertpapierrechnung*“, doslova „*dobropisy k účtu cenných papírů*“, vztahující se k zahraničním cenným papírům jsou závazkového charakteru,¹³² na rozdíl od práv konečného majitele k německým cenným papírům, jež mají povahu vlastnického či spoluvlastnického práva. Německé právo definuje tyto dobropisy jako „*abstraktní uznání závazku prostředníka vůči konečnému majiteli*“¹³³ doručit zahraniční cenné papíry tomuto majiteli.¹³⁴ Prostředník vzhledem k těmto zahraničním cenným papírům jedná jako fiduciární správce,¹³⁵ a práva k těmto cenným papírům jsou – při splnění určitých

129 Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 95, str. 256.

130 Than, J.: The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 266.

131 „*WR-systém* byl vytvořen německými bankami v letech 1959/1960. Od roku 1973 je používán všemi německými bankami na základě původních „jednotných zvláštních podmínek pro zahraniční obchody s cennými papíry“ (v něm. „*Sonderbedingungen für Auslandsgeschäfte in Wertpapieren*“). Dnešním právní základ tvoří §§ 12, 14 odst. 2, 19, odst. 2 a 20 of zvláštních podmínek pro obchodování s cennými papíry (v něm. „*Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*“).“ (Dotazník LCG-EC, str. 173).

132 Dotazník LCG-EC, str. 455.

133 Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 95, str. 256.

134 § 22 odst. 1 a 2 německého DepotG.

135 V něm. „*Treuhänder*“.

podmínek¹³⁶ – jako součást fiducie¹³⁷ vyňaty z insolvenční podstaty prostředníka.¹³⁸ Postavení fiduciárního správce v rámci WR-systému se ve své podstatě podobá postavení správce podle anglického práva,¹³⁹ jež je právním či ekonomickým vlastníkem zahraničních cenných papírů a vůči konečnému majiteli má pouze závazek smluvního charakteru doručit majiteli účtu dané cenné papíry. Toto právo je obdobou ekonomického vlastnického práva v common law.¹⁴⁰ Díky této kompatibilitě s konceptem trustu podle common law je zajištěn přístup k zahraničním neněmeckým papírům i pro subjekty podřízené německému právnímu řádu při poskytnutí stejné ochrany, jako by se jednalo o práva k německým cenným papírům.

V podstatě identický systém se stejným názvem „*Wertpapierrechnungssystem*“ funguje vzhledem k zahraničním cenným papírům i v Rakousku. Jeho právní základ je ovšem pouze smluvního charakteru, neboť je založen na všeobecných smluvních podmínkách jednotlivých prostředníků. V rámci tohoto systému prostředník získává k zahraničním cenným papírům spoluvlastnický podíl či cenné oprávnění a toto právo spravuje v rámci fiducie pro konečného majitele. Právo konečného majitele vůči prostředníkovi vzhledem k cenným papírům, jež pro něj prostředník drží, je pouze závazkového, nikoli věcného charakteru. Nicméně právní doktrína se shoduje v tom, že i přes závazkový charakter tohoto práva, požívá konečný majitel v případě insolvence prostředníka stejnou ochranu,

¹³⁶ „Co se týče cenných papírů spravovaných ve WR-systému, poslední prostředník v rámci vlastnického řetězce, jenž má své sídlo v Německu musí získat tzv. tří bodové prohlášení (v něm. „Drei-Punkte-Erklärung“) zahraničního prostředníka. V tomto prohlášení zahraniční prostředník deklaruje, že (i) uznává existenci práv k nepřímo drženým cenným papírům posledního prostředníka se sídlem v Německu držených pro jeho klienty, a že oddělí tato práva od práv náležejících prostředníkovi samotnému, (ii) nebude uplatňovat vůči takto odděleným právům jakákoli zástavní či zadržovací práva, s výjimkou případu, kdy mu nebude zaplacená kupní cena za tato práva či nebudou uhrazeny poplatky za vedení účtu, a (iii) tato práva budou opatrována ve státě určeném v tomto prohlášení, a to prostředníkem samotným, nestanoví-li ujednání s německým prostředníkem jinak.“ (Dotazník LCG-EC, str. 462).

¹³⁷ V něm. „*Treuhand*.“

¹³⁸ Dotazník LCG-EC, str. 198.

¹³⁹ V ang. „*trustee*.“

¹⁴⁰ Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 264.

jako kdyby měl k těmto cenným papírům právo věčné; tato práva konečného majitele proto nebudou tvořit součást konkurzní podstaty insolventního prostředníka.¹⁴¹

Oddíl 2 – Limitace konvergenčního přístupu

Přijmeme-li premisu, že právo funguje jako autopoietický systém v Luhmannově a Teubnerově pojetí, tj. jako uzavřený společenský subsystém, který s ostatními společenskými subsystémy, jako je ekonomie či sociologie, komunikuje pouze omezeně a vyvíjí se pouze v důsledku ojedinělých interakcí s jinými společenskými subsystémy, jež způsobují změny ve fungování práva,¹⁴² lze se v souladu s teorií závislosti na doktrinálním vývoji¹⁴³ zastávat Evou Micheler domnívat, že tyto ojedinělé interakce jsou schopny vyvolat v právu zásadní funkční změny. Nicméně, co se týče změn formy, je schopnost těchto interakcí vyvolávat konvergenční změny nižší, neboť je bržděna existující právní doktrínou. Tím se netvrdí, že by změna forem práva byla nemožná: ke změně forem může dojít, jen v porovnání se změnami funkčními k nim bude docházet obtížněji; právní praxe totiž preferuje za účelem dosažení právní jistoty použití známých právních forem, a jakékoli neprávní či nové fenomény se bude snažit včlenit do již existujících právních konceptů.

Východiskem teorie závislosti na doktrinálním vývoji Evy Micheler je zpochybnění teze, že právní vývoj je pouze funkcí externích ekonomických, politických či kulturních faktorů. Místo toho Micheler demonstruje, že právní doktrína je „*samostatným faktorem, který určuje směřování budoucího vývoje, který formuje utváření finančních institucí.*“¹⁴⁴ V perspektivě konvergenčního přístupu tato autorka dovozuje, že i přes existenci soustředěného ekonomického, politického a kulturního tlaku směrem ke konvergenci práva dojde k této

¹⁴¹ Dotazník LCG-EC, str. 205 a 458.

¹⁴² Teubner, G.: *Law as an Autopoietic System*, Oxford, 1993.

¹⁴³ V ang. „*doctrinal path dependence.*“

¹⁴⁴ Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 14-17.

konvergenci pouze do té míry, do jaké to právní doktrína umožní.¹⁴⁵ Jádrem teorie závislosti na doktrinálním vývoji je teze, že „*právní systémy disponují omezeným arzenálem doktrinálních prostředků, které aplikují vždy, když se pro právo objeví nová výzva.*“¹⁴⁶ Stejně jako právní praxe i legislativa řeší nové problémy pomocí osvědčených a jistých právních konceptů, místo vytváření nových řešení, které by přinesly efektivnější, avšak méně předvídatelné výsledky. Jsou-li ekonomické subjekty na jednu stranu ochotny podstupovat v určitých případech relativně vysoké komerční riziko, to samé neplatí, pokud jde o riziko právní. Obdobně se legislativci snaží při uvádění politických zadání v život o co nejpřesnější a nejjistější právní formulace, neboť potřebují předvídat, jak budou nové normy aplikovány právní praxí a interpretovány soudy.¹⁴⁷

Příkladem toho, jak funguje teorie závislosti na doktrinálním vývoji je v českém právu příklad úschovy zaknihovaných cenných papírů. Přesto, že na vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem ohledně vedení účtu cenných papírů je použití režimu smlouvy o úschově movitých věcí z obecného pohledu neaplikovatelné, neboť zaknihované cenné papíry nejsou ani movitou věcí, ani nemohou být uschovávány jako věci movité, český zákonodárce vměstnal vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem do konceptu smlouvy o úschově listinných cenných papírů ustanovením, že režim úschovy listinných cenných papírů se použije přiměřeně i na zaknihované cenné papíry.¹⁴⁸ Vzhledem ke zmíněné inkompatibilitě pojmu úschovy v tradičním slova smyslu a specifickému nehmotnému charakteru zaknihovaných cenných papírů, lze očekávat, že tato současná česká právní úprava bude způsobovat v praxi řadu problémů, přičemž praxe se bude snažit co nejvíce přizpůsobit tento smluvní typ realitě. V tomto ohledu lze předpokládat, že smluvní dokumentace se bude vzdalovat zákonnému smluvnímu prototypu úschovy listinných cenných papírů až do bodu, kdy bude natolik sofistikovaná, že se účastníci začnou ptát sami sebe, zda náklady vynaložené na to, aby daný

¹⁴⁵ Tamtéž.

¹⁴⁶ Tamtéž.

¹⁴⁷ Tamtéž.

smluvní vztah formálně vykazoval znaky smlouvy o úschově, jsou odůvodněné. V okamžiku, kdy tyto náklady překročí náklady potenciální změny vedoucí k přijetí nového, avšak nevyzkoušeného právního režimu, dojde v českém právním řádu k posunu směrem k vytvoření zvláštní právní úpravy pro vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem.¹⁴⁹

Oddíl 3 – Regulace rizik nepřímé držby v českém právním řádu

Účelem právní úpravy nepřímé držby v českém právním řádu stejně jako v jiných právních řádech by mělo být zamezení výskytu rizik, zejména rizika právního a systémového. Nicméně vzhledem k tomu, že v reálném světě jak v rámci zúčtovacích a vypořádacích systémů,¹⁵⁰ tak v rámci systémů nepřímé držby veškerá rizika eliminovat nelze, je třeba omezit výskyt rizik na přijatelnou úroveň a zajistit jejich vyvážení takovým způsobem, aby nevytvářely riziko pro celkovou stabilitu finančního systému (tzv. systémové riziko).

Kapitola 1 – Obecné aspekty

Základním úkolem zákonodárce při vytváření jakékoli právní úpravy, včetně právní úpravy nepřímé držby, by mělo být vytvoření právní úpravy, jež sama nevytváří právní riziko. Aby tohoto cíle bylo dosaženo, měla by taková právní úprava splňovat požadavky přístupnosti, transparency a kongruence. Přístupností se v tomto ohledu rozumí skutečnost, že z dané právní úpravy bude zřejmé, jaké budou důsledky jejího použití na určité standardní faktické situace, s nimiž budou její adresáti obvykle konfrontováni. Právní úprava bude transparentní, pokud z jejího znění bude zřejmé, jaké požadavky stanoví normy, jež obsahuje. Konečně požadavek kongruence bude splněn, pokud právní úprava umožní zhodnotit, zda

¹⁴⁸ § 34, odst. 12 ZCP.

¹⁴⁹ Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 14–17.

¹⁵⁰ Odpověď Evropské asociace centrálních depozitářů cenných papírů (ECSDA) na Zprávu konzultačního výboru ESCB/CESR o Standardech pro systémy zúčtování a vypořádání v Evropské unii, 30. října 2003 („*The Response of the European Central Securities Depositories Association (ECSDA) to the ESCB/CESR Consultative Report on Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union*”), 30. října 2003, str. 4.

dosáhla svého právně-politického zadání.¹⁵¹ Co nejnižšího výskytu právního rizika v oblasti nepřímé držby cenných papírů může zákonodárce dosáhnout zajištěním vnitřní a vnější koherence norem upravující nepřímou držbu cenných papírů.

Vnitřní koherenci právního řádu lze analyzovat jednak na obecné úrovni a jednak na úrovni konkrétní. Na obecné úrovni je třeba zkoumat, zda je splněn formální požadavek vnitřní koherence, tzn. aby právní úprava byla natolik kvalitní, aby nemuselo docházet k jejím častým novelizacím - ať už za účelem oprav legislativních či technických chyb. Na druhou stranu by právní úprava měla být natolik flexibilní, aby mohla být používána beze změn bez ohledu na vývoj praktik tržního prostředí či modifikace souvisejících právních předpisů. V konkrétní rovině bude právní úprava nepřímé držby koherentní, pokud bude naplňovat potřeby účastníků systému nepřímé držby. Reforma jakéhokoli systému nepřímé držby by měla vyjít vstříc potřebám jeho účastníků pomocí jasných, vzájemně koherentních a srozumitelných pravidel. Majitel účtu cenných papírů by měl mít jistotu v tom, že záznamy na jeho účtu u prostředníka představují cenné papíry či dokládají existenci subjektivních práv vůči emitentovi, jež jsou účinné jak vůči třetím stranám, tak vůči prostředníkovi, a to i v případě insolvence prostředníka; dále, by majitel účtu měl mít jistotu v tom, že při splnění jasných a nepřiliš komplikovaných podmínek nemohou být tyto záznamy anulovány či stornovány, že může dávat prostředníkovi příkazy v přiměřeně jednoduché a přijatelné formě a že prostředník tyto příkazy řádně a včas provede.¹⁵² Prostředník by naopak měl mít jistotu, že může přijímat příkazy od majitele účtu, jež má u něj účet zřízen; že v případě, že prostředník činí záznamy na účtech „svých“ majitelů na základě záznamů na účtech u prostředníka na vyšší úrovni vlastnického řetězce, tyto posléze uvedené záznamy budou účinné vůči prostředníkovi na vyšší úrovni i vůči třetím stranám a nebudou moci být anulovány či stornovány, a konečně, že bude moci provést odepsání a

¹⁵¹ Zpráva o sympoziu Mezinárodní advokátní asociace o právním riziku: op. cit. pozn. č. 55, str. 8.

odpovídající připsání nepřímo držených cenných papírů na účtech svých zákazníků, aniž by musel na účtu drženým pro své klienty na vyšší úrovni vlastnického řetězce provádět jiné změny než úpravy celkového počtu jednotlivých typů zastupitelných cenných papírů, jež byly předmětem transakce mezi uvedenými zákazníky daného prostředníka.¹⁵³

Vedle toho by jakákoli právní úprava měla zajistit v oblasti nepřímé držby kompatibilitu norem daného právního řádu s normami jiného právního řádu, tak aby poskytovala konzistentní řešení v případě přeshraničních transakcí, kde je nutno brát v úvahu normy více právních řádů. Dosažením, či alespoň přiblížením se k těmto dvěma cílům, dochází ke snížení právního rizika jak pro účastníky vnitrostátních, tak přeshraničních transakcí. V opačném případě, tj. pokud bude vnitřní koherence norem v rámci daného právního řádu dosaženo na úkor mezinárodní kompatibility, bude jakákoli reforma právní úpravy z hlediska nákladů a přínosů pro jejich adresáty kontraproduktivní.¹⁵⁴ Soustředily-li se předchozí zahraniční či domácí právní úpravy zásadně na vnitřní koherenci, a až do nedávných let více méně ignorovaly koherenci vnější, čímž přispívaly k vytváření významných právních rizik, které často měly a mají vyšší destruktivní potenciál, než právní rizika vycházející z vzájemného nesouladu norem jednoho právního řádu, neměly by tyto právní úpravy tíhnout ani k opačnému extrému, tj. k obětování vnitřní koherence ve prospěch koherence vnější. V konečném výsledku by řešení koherence vnitřní a vnější mělo být v určité rovnováze, přičemž jazýček vah by se měl spíše klonit ve prospěch koherence vnitřní, neboť té by na rozdíl koherence vnější mělo být snadnější dosáhnout. Teoretická pravděpodobnost souladu právních norem v rámci určitého právního řádu je totiž z teritoriální podstaty práva vždy vyšší než pravděpodobnost souladu norem různých právních řádů.

¹⁵² Tamtéž, str. 12 -13.

¹⁵³ Tamtéž, str. 17.

¹⁵⁴ Právní komise (Velká Británie), Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: První seminář – Cíle společného právního rámce („*Law Commission Project on*

Vytváření právní úpravy regulující rizika nepřímé držby není vzhledem ke komplexnosti tohoto problému snadnou záležitostí. Aby výsledná právní úprava naplnila požadované právně-politické cíle a nestala se sama hlavním zdrojem právního rizika, je třeba, aby proces vytváření právní úpravy nepřímé držby nebyl zcela nahodilý a sledoval určitou vnitřní logiku. V prvním kroku tohoto procesu by mělo být zkoumáno, zda platné právní normy dostatečně adresují existující rizika či zda sami nejsou důvodem výskytu rizik: je-li odpověď na tuto otázku pozitivní, je třeba přistoupit k vytvoření nové právní úpravy v oblasti nepřímé držby či existující úpravu modifikovat. V druhém kroku by mělo být provedeno vyhodnocení vzájemného působení identifikovaných rizik; koncepce regulace rizik by poté měla být nastavena tak, aby se tato rizika vzájemným působením co nejvíce neutralizovala. Ta rizika, která nebude možno tímto způsobem přirozeně eliminovat, bude třeba regulovat přímo právními normami. Třetím krokem bylo mělo být zodpovězení otázky, zda by právní normy měly daná rizika adresovat pomocí soukromoprávního či veřejnoprávního přístupu; odpověď na tuto otázku by měla vycházet z analýzy nákladů a výnosů jednotlivých přístupů s přihlédnutím k existenci veřejného zájmu a existujících regionálních či mezinárodních „*právních mantinelů*.“ V případě, že se bude právní úprava ubírat cestou převážně soukromoprávní, bude vhodné zhodnotit možnost adaptace některých zavedených institutů z jiných jurisdikcí. Takovéto zhodnocení však nepředpokládá zkopírování právní úpravy určitého institutu z jiného právního řádu bez učinění analýzy, zda daný institut cizího práva je k přejmutí vhodný: příkladem je anglosaský institut trustu, s jehož existencí se kontinentální právní řády musí vyrovnat při úpravě přeshraničních aspektů nepřímé držby, nicméně který nemohou přejmout „*jak stojí, a leží*“, neboť tento institut není kompatibilní s kontinentálním pojetím věcných a vlastnických práv. Pokud se na základě této analýzy projeví v daném právním řádu nutnost vytvořit vlastní právní normy, je třeba se ptát, zda by nebylo postačující, adaptovat existující právní normy pouhou interpretací. Bude-li odpověď na tuto otázku záporná, je možno v posledním

kroku přistoupit k vytváření nových právních norem v dané oblasti. Souběžně s výše uvedeným postupem by měla probíhat v rámci více či méně formalizovaného procesu posouzení vlivů vzájemná komunikace mezi zákonodárcem a adresáty budoucí právní úpravy. Tyto konzultace mohou účinně přispět k získání informací, na základě nichž je možno vhodně směřovat postup vytváření nové právní úpravy.

Kapitola 2 – Specifické aspekty

Otázkou, která je v českém právu diskutována prakticky od začátku devadesátých let, kdy byla přijata první úprava pro oblast cenných papírů po přechodu k tržnímu hospodářství, je, jak zajistit soulad mezi veřejnoprávními a soukromoprávními aspekty držby cenných papírů. Tato otázka bývá často směřována s otázkou, zda je vhodné oblast cenných papírů – jako principiálně soukromoprávní oblast – upravit odděleně od oblasti kapitálových trhů – jako oblast podléhající zásadně regulatorním normám – či zda tyto dvě oblasti upravit v jednom legislativním aktu. Převažovalo-li v devadesátých letech pojetí první – oblast cenných papírů byla upravena zákonem o cenných papírech, kdežto oblast kapitálových trhů byla primárně regulována zákonem o burze cenných papírů – , v dalším desetiletí získala navrch koncepce obrácená, tj. úprava obou oblastí v jednom společném legislativním aktu. Ani jeden z uvedených přístupů ovšem nebyl doveden do konce: zákon o cenných papírech, jež měl být především soukromoprávní úpravou, obsahoval po značnou část své existence veřejnoprávní normy regulatorního charakteru, kdežto zákon o podnikání kapitálového trhu, jehož záměrem bylo komplexně upravit kapitálový trh, se musí vyrovnat s existencí paralelních předpisů, jež upravují určité soukromoprávní aspekty cenných papírů.

Nahlédneme-li do zahraničních právních řádů, zjistíme, že neoddělený režim soukromoprávních od veřejnoprávních aspektů má pouze Francie, kde jak soukromoprávní, tak veřejnoprávní aspekty nepřímé držby jsou upraveny v peněžním a finančním zákoníku s tím, že určité dílčí instituty se objevují i v jiných zákonících, např. smlouva o úschově je upravena v občanském zákoníku či

určité typy zastupitelných cenných papírů¹⁵⁵ jsou upraveny v obchodním zákoníku. Ostatní ze zkoumaných zahraničních jurisdikcí¹⁵⁶ poměrně konzistentně oddělují soukromoprávní oblast týkající se nakládání s nepřímo drženými cennými papíry od oblasti veřejnoprávní regulace služby vedení evidence nepřímo držených cenných papírů.

Přesto, že na základě prostého součtu a srovnání vybraných právních úprav, by převažoval příklon k variantě, jež byla uvedena jako druhá v pořadí, tj. oddělit soukromoprávní režim cenných papírů od veřejnoprávních norem práva kapitálového trhu, nelze nevidět, že otázka, jak formálně upravit cenné papíry a kapitálový trh – zda odděleně či společně – je otázkou zástupnou. Tyto dvě oblasti se vždy budou do určité míry prolínat a budou mezi nimi vznikat určité třecí plochy: účelem doktrinální, potažmo pre-legislativní, debaty, by tudíž neměla být otázka, zda cenné papíry a kapitálový trh upravit v jednom či ve více zákonodárných aktech, ale jak konkrétně sjednotit soukromoprávní aspekty cenných papírů s regulatorními aspekty kapitálových trhů, tak aby nezbytné prolínání obou oblastí bylo co nejhladší a místo pro třecí plochy co nejmenší. Pohled na současný stav české legislativy v uvedené oblasti napovídá, že se zákonodárce příliš soustředil na zástupnou otázkou způsobu formální úpravy těchto dvou oblastí a přitom opomněl zabývat se mnohem důležitější otázkou slučitelnosti soukromoprávních a veřejnoprávních norem v dané oblasti. To dokazuje zejména neujasněné pojetí pojmů investiční nástroj či zaknihovaný cenný papír či zaknihovaný nástroj a vytváření navazujících pojmů jako je „*vlastník investičního nástroje*” či „*úschova investičního nástroje*”: vzhledem k tomu, že určité investiční nástroje jsou ze soukromoprávního hlediska tvořeny výlučně závazkovými subjektivními právy v podobě pohledávky či dluhu, vnáší zákonodárce do právního řádu zmatek, neboť umožněním „*vlastnictví*” pohledávky či dluhu zcela popírá soukromoprávní zásadu nemožnosti vlastnictví

¹⁵⁵ Ve fr.: „*valeurs mobilières*.”

¹⁵⁶ Belgie, Lucembursko, Německo, Rakousko, Švýcarsko, Spojené království, Spojené státy americké.

závazků.¹⁵⁷ Tímto zmatením pojmů zcela jistě nepřispívá ke snížení či minimalizaci právního rizika, ba naopak, významná právní rizika sám generuje.

Související obecnou otázkou týkající se úpravy nepřímo držených cenných papírů je otázka charakteru norem týkajících se nepřímé držby: mají mít tyto normy charakter dispozitivní či kogentní? Jinými slovy, lze ponechat na vůli majitele účtu a prostředníka úpravu právních vztahů mezi nimi navzájem či mezi nimi a třetími osobami, nebo je třeba postavit tento režim na pevný základ, od kterého se strany nemohou odchýlit a jemuž se musí přizpůsobit? Není-li důvodu pochybovat o tom, že právní režim prostředníků, zejména pokud jde o pravidla kapitálové přiměřenosti či technických a osobních požadavků na vedení účtů cenných papírů, by měl být striktně kogentního charakteru, u vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem či u režimu nakládání s nepřímo drženými cennými papíry je určení charakteru norem mnohem obtížnější. Může prostředník smluvně omezit rozsah svých povinností vůči majiteli účtu či může částečně či zcela vyloučit odpovědnost za výkon svých povinností? Mohou si v případě prodeje nepřímo držených cenných papírů strany dohodnout, že právo k nepřímo drženému cennému papíru, nabude účinnosti vůči třetím stranám k okamžiku, jež si strany dohodnou? Nemá-li právní úprava nepřímo držených cenných papírů generovat právní riziko, měl by daný právní řád poskytovat na tyto otázky jednoznačnou odpověď. Současná česká právní úprava zaknihovaných cenných papírů bohužel tuto jistotu neposkytuje. Tím opět přispívá k vytváření nechtěných právních rizik, jež snižují důvěryhodnost celého systému nepřímo držených cenných papírů pro jeho účastníky.

Dalším potenciálním zdrojem rizik v oblasti nepřímé držby může být nejasnost ohledně právní terminologie. Současné platné české právní normy, jako například zákon o podnikání na kapitálovém trhu či zákon o cenných papírech, používají k označení cenných papírů vyskytujících se v podobě záznamů na účtu vedeného

¹⁵⁷ Dědič, J., Čech P.: Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, Právní zpravodaj, 2004, č. 6, str. 1 – 7 (LexData); Švestka, J.: in Občanské právo hmotné, kolektiv autorů, svazek I., CODEX 1997, str. 198.

prostředníkem termín zaknihovaný cenný papír. Otázkou, kterou je nutno zodpovědět je, zda se termín zaknihovaný cenný papír zcela kryje s pojmem nepřímo držený cenný papír a zda je možno tyto termíny používat *à promiscue*. „*Odhmotnění*“¹⁵⁸ cenných papírů proběhlo v českém právu veřejnoprávní formou dematerializace, přičemž nehmotné cenné papíry definoval zákonodárce jako zaknihované cenné papíry. Vzhledem k tomu, že s těmito zaknihovanými cennými papíry nebylo a není možno nakládat jinak než prostřednictvím prostředníka pomocí změny záznamu na účtu cenných papírů bez nutnosti splnit další náležitosti proto, aby takový převod byl účinný, lze zaknihované cenné papíry považovat za nepřímo držené cenné papíry. Co se týče imobilizovaných cenných papírů, přesto, že zákon o cenných papírech obecně připouští imobilizaci cenných papírů, lze v praxi mluvit pouze o imobilizaci dluhopisů: pokud jde o akcie vydané v podobě hromadných listin, ty není možné dělit na převoditelné podíly, jež by bylo dále možno převádět pomocí záznamu na účtu cenných papírů.¹⁵⁹ V českém právním řádu je tak v podstatě znemožněno využití techniky imobilizace pro převedení účastnických cenných papírů do elektronické formy záznamu na účtu. V důsledku toho pojem nepřímo držený cenný papír v českém právu zahrnuje pouze zaknihované cenné papíry a imobilizované dluhové cenné papíry.¹⁶⁰

Alternativou pojmu zaknihovaný cenný papír je pojem dematerializovaný cenný papír. Dematerializovaný cenný papír je možno chápat buď v užším lingvistickém smyslu jako ekvivalent pojmu zaknihovaný cenný papír nazvaný cizím názvem či v širším smyslu jako pojem zahrnující jak zaknihovaný, tak imobilizovaný cenný

158 V něm.: „*Entkörperung*.“

159 § 5, odst. 3, věta první ZCP.

160 Navazující otázkou *de lege ferenda* poté je, zda by bylo vhodné, aby pojem nepřímo drženého cenného papíru byl v zákoně výslovně definován jako kategorie cenných papírů odlišná od zaknihovaných cenných papírů, jak je tomu například ve švýcarském právním řádu. Vzhledem k tomu, že tato otázka není pouhou otázkou terminologie, nýbrž hmotněprávní otázkou formující koncepční pojetí cenných papírů vyskytujících se v nehmotné podobě, je odpověď na ni rozebírána níže v souvislosti s analýzou jednotlivých prvků nepřímé držby.

papír vyskytující se v nehmotné podobě. V této práci bude dematerializovaný cenný papír chápán pouze v posléze uvedeném širším smyslu.

Vedle toho je třeba zmínit termín zprostředkovaný cenný papír, jež je právní doktríně občas používán pro označení pojmu nepřímo držený cenný papír. Termín zprostředkovaný cenný papír však je třeba rezolutně odmítnout, neboť je to termín matoucí. Slovo „zprostředkovaný“ totiž významově odkazuje především na smlouvu o zprostředkování koupě či prodeje cenného papíru. Zprostředkovaný cenný papír tak primárně odkazuje na cenný papír nabytý na základě této smlouvy; užívat pojmenování zprostředkovaný cenný papír souběžně i pro nepřímo držený cenný papír by mohlo vést k omylům a právní nejistotě osob zúčastněných na obchodování s cennými papíry.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu ovšem vedle pojmu zaknihovaný cenný papír používá i termínu zaknihovaný investiční nástroj, který ovšem na rozdíl od zaknihovaného cenného papíru nijak nedefinuje. Nicméně vzhledem k tomu, že zaknihovaný investiční nástroj může být předmětem evidence cenných papírů, resp. evidence na účtu cenných papírů a uvedený zákon rovněž předvídá možnost převodu zaknihovaných investičních nástrojů převodem z účtu na účet, je nutno se ptát, zda zaknihovaný investiční nástroj by rovněž nemohl být považován za nepřímo držený cenný papír. Je-li k odpovědi na tuto otázku třeba hlubší analýzy, jež je provedena níže,¹⁶¹ z právně terminologického hlediska lze říci, že pojem zaknihovaný investiční nástroj je pojem nejasný, který neumožňuje zjistit bez detailní analýzy, co je jeho obsahem, a jaký je jeho vztah k pojmu zaknihovaný cenný papír. Zvláště matoucím je podřazení zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování pod pojem zaknihovaný investiční nástroj společně s deriváty, v situaci, kdy se zaknihované cenné papíry kolektivního investování z hlediska dispozic s těmito cennými papíry chovají jako zaknihované cenné papíry, a nikoli jako zaknihované investiční nástroje. V tomto ohledu český

¹⁶¹ Níže část druhá, díl druhý, oddíl 1, kapitola 2.

zákonodárce vytváří pojmovou nekonzistentností další zbytečný zdroj právního rizika.

Kapitola 3 - Zajištění kompatibility s jinými právními řády

I přes poměrně úspěšnou snahu o konvergenci právních norem v oblasti nepřímo držených cenných papírů na mezinárodní úrovni se každý právní řád musí vyrovnat s existencí jiných právních řádů, které obsahují normy v oblasti nepřímé držby neslučitelné s normami tohoto právního řádu. Řada právních řádů si uvědomila ekonomický potenciál investic do „*právně nekompatibilních jurisdikcí*“, a nabídla „svým“ subjektům řešení, jak tuto právní nekompatibilitu překonat a umožnit těmto subjektům přístup na trhy těchto „*právně nekompatibilních jurisdikcí*“ s ekvivalentní ochranou, jako by se jednalo o investice do domácích cenných papírů.

Stojíme-li před otázkou, zda je pro české právní prostředí vhodnější současný monistický přístup k zahraničním cenným papírům, kdy zahraniční cenné papíry jsou formálně podřízeny stejnému režimu jako domácí cenné papíry¹⁶² či zda by z hlediska právní jistoty bylo výhodnější adoptovat německo-rakouský dualistický přístup odlišující právní režim domácích a zahraničních cenných papírů, domnívám se, že je nutno argumentovat ve prospěch posléze uvedeného přístupu, a to hned z několika důvodů. Za prvé, úspěšná aplikace monistického přístupu, jež negeneruje pro účastníky právní rizika, předpokládá rozvinuté legislativní a doktrinální vymezení pojmu nepřímo drženého cenného papíru, jež se se zaměřuje na hmotněprávní (subjektivní práva s cenným papírem spojená), nikoli na formálně právní aspekty cenného papíru (hmotný nosič). Pouze v případě, že v daném právním řádě existuje dostatečné pochopení fenoménu nehmotného cenného papíru, lze se domnívat, že bude správně pochopeno i fungování zahraničních koncepcí cenného papíru. Bohužel v České republice je doktrinální právní diskurz ohledně cenných papírů stále úzce zaměřen na formální aspekty cenného papíru v listinné podobě. Proto se lze domnívat, že pochopení právní

podstaty nepřímo držených cenných papírů podle zahraničních právních řádů by mohlo činit značné potíže a vytvářet značný stupeň právní nejistoty. Vhodnější by bylo upravit režim práv k domácím a k zahraničním cenným papírům odděleně: současná právní doktrína pojmající cenný papír jako movitou věc a práva k němu jako práva věcná by se limitovala na domácí cenné papíry, přičemž pro zahraniční cenné papíry by byl vytvořen zvláštní právní režim závazkových práv ne nepodobný německo-rakouskému modelu, k němuž má český právní řád relativně blízko. Tato formální konvergence by mohla navázat na započatou funkční konvergenci, v rámci které je evidence zahraničních cenných papírů vedena v samostatných evidencích odděleně od evidence domácích zaknihovaných cenných papírů.

Část druhá – Objekty nepřímé držby cenných papírů

Nahlížíme-li na cenné papíry z hlediska jejich způsobilosti být předmětem nepřímé držby, rozumí se touto způsobilostí, způsobilost cenného papíru být připsán či odepsán z účtu cenných papírů. Není-li cenný papír kvůli své podstatě způsobilý být bez dalšího připsán či odepsán z účtu cenných papírů, neznamená to *ipso facto*, že by nemohl být předmětem nepřímé držby. Nicméně z hlediska funkce a podstaty nepřímé držby pozbývá vzhledem k takovému cenným papírům institut nepřímé držby ekonomického (ale i praktického) smyslu. Za účelem zjištění, které cenné papíry jsou způsobilé být předmětem nepřímé držby, je třeba podrobit jednotlivé prvky nepřímé držby analýze, a to nejen z hlediska jejich podstaty, nýbrž i z hlediska vztahů mezi těmito jednotlivými elementy. Charakter těchto prvků je značně ovlivněn tím, v jakém ze systémů nepřímé držby tyto prvky fungují. Například, v transparentních systémech přímého vlastnictví budou nepřímo držené cenné papíry obvykle považovány za věci, přičemž práva k nim budou mít účinky *erga omnes* a práva s nimi spojená budou obvykle vykonávána přímo konečným majitelem účtu; naopak v netransparentních systémech vícevrstevných oprávnění budou mít nepřímo držené cenné papíry blíže k pohledávkám, přičemž práva k nim budou mít účinky pouze vůči přímému prostředníkovi a práva s nimi spojená budou zpravidla vykonávána prostředníky. Z tohoto důvodu je třeba zkoumat podstatu jednotlivých prvků nepřímé držby vždy ve světle příslušného systému nepřímé držby.

Díl první – Systémy nepřímé držby

Systémem nepřímé držby rozumíme soustavu sestávající se ze vzájemně spolupůsobících subjektů (majitel účtu cenných papírů - prostředník) a objektů (cenný papír – účet cenných papírů) nepřímé držby. Z mnoha možných dělení systémů nepřímé držby, je pro účely této práce relevantní rozdělení na základě těch právních kritérií, díky kterému bude možno lépe objasnit smysl a podstatu jednotlivých právních institutů a vztahů, z nichž je nepřímá držba složena. Z

tohoto hlediska lze rozdělit systémy nepřímé držby na základě tří kritérií: kritéria postavení prostředníka, možnosti centrálního depozitáře identifikovat konečného majitele a podmínek platnosti převodu nepřímo držených cenných papírů.

Oddíl 1 – Systémy přímého vlastnictví a systémy vícevrstevných oprávnění

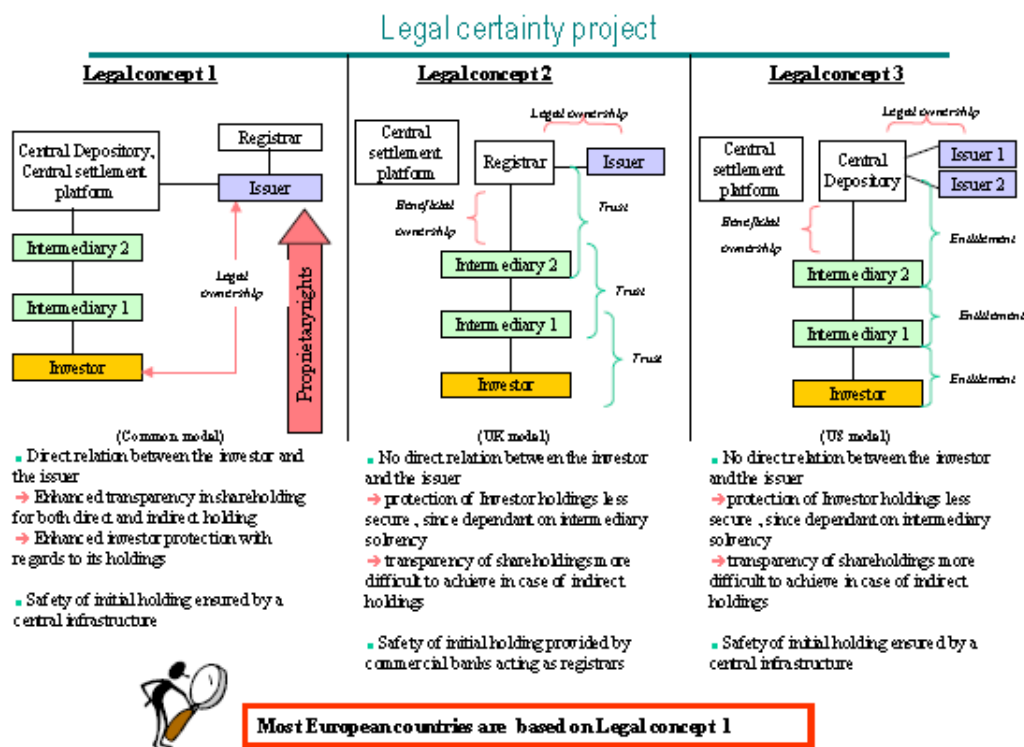
Postavení prostředníka je nejdůležitější a nejzásadnější *summa divisio* dělení systémů nepřímé držby cenných papírů, neboť ovlivňuje téměř všechny právní instituty i vztahy mezi subjekty nepřímé držby cenných papírů. Postavení prostředníka může mít charakter buď věcněprávní či obligační. Má-li postavení prostředníka charakter obligační, je založeno pouze na smluvním závazku vůči konečnému majiteli a relevantnímu prostředníkovi na vyšší úrovni nepřímé držby; z pohledu věcněprávního je prostředník pouhým detentorem (possessore) cenného papíru, kdežto jeho vlastníkem je konečný majitel účtu. V důsledku toho si konečný majitel účtu uchovává přímý nárok jak k cenným papírům jako takovým, tak k vůči jejich emitentovi. Počet prostředníků mezi konečným vlastníkem a emitentem nemá žádný vliv na právní postavení konečného majitele účtu. „*Prostředníci jsou tak pouhými nástroji vlastnictví či spoluvlastnického podílu a kontroly investora nad cennými papíry. Občas jsou považováni za pouhé osoby vedoucí evidenci o cenných papírech či za zástupce investora.*“¹⁶³ Naopak, je-li prostředník v postavení věcněprávním, znamená to, že mu svědčí vlastnický titul k cennému papíru, tedy že může být vlastníkem či spoluvlastníkem cenného papíru, z něhož je však ekonomicky oprávněný konečný majitel účtu. V tomto systému vstup prostředníka do vztahu mezi majitelem cenného papíru a emitenta tohoto cenného papíru implikuje převod právního titulu k cennému papíru na prostředníka a ukončení přímého vztahu mezi konečným majitelem cenného papíru a jeho emitentem. Konečný majitel má následkem toho vztah pouze ke svému přímému prostředníkovi; obdobně je na tom i emitent, který má vztah rovněž pouze ke svému přímému prostředníkovi. V případě, že je mezi emitentem

¹⁶³ Thévenoz, L.: op. cit. pozn. č. 6, str. 22.

a konečným majitelem jen jeden prostředník, má tento prostředník přímý vztah k oběma: k emitentovi, v rámci vlastnické pyramidy, směrem nahoru, ke konečnému majiteli účtu, směrem dolů. Obyčejně se však mezi emitentem a konečným účtu nachází prostředníků několik, neboť typ služeb poskytovaných emitentům je odlišný od typu služeb poskytovaných prostředníky konečným majitelům. Konečný majitel účtu je posledním článkem vlastnické pyramidy a ekonomickým vlastníkem cenných papírů. Není však právním vlastníkem cenného papíru a v případě cenných papírů na jméno ani není veden v seznamu akcionářů emitenta. Prvně popsáný systém, ve kterém je postavení prostředníka založeno na závazkově právním vztahu, v důsledku čehož má konečný majitel účtu přímý vztah k emitentovi cenného papíru, se nazývá systémem přímého vlastnictví;¹⁶⁴ druhý systém, ve kterém je vztah prostředníka a majitele účtu věcněprávního charakteru, v důsledku čehož konečný majitel nemá k emitentovi cenného papíru žádný přímý vztah, je označován jako systém vícevrstevných oprávnění.¹⁶⁵

164 V ang. „*system of direct ownership*.“

165 V ang. „*system of multi-tiered entitlements*.“



Central Depository, Central settlement platform – Centrální depozitář,

vypořádací systém

Intermediary 1, 2 – Prostředník 1,2

Registrar – Osoba vedoucí evidenci emise

Issuer – Emitent

Investor – Investor

Oddíl 2 – Systémy transparentní a netransparentní

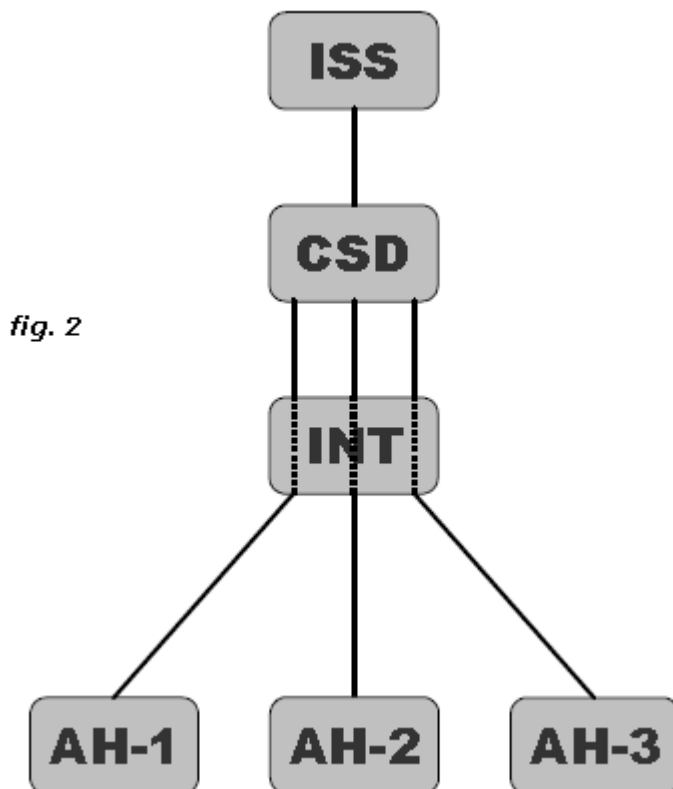
Druhé možné kritérium dělení systémů nepřímé držby spočívá v možnosti identifikovat konečného majitele účtu na nejvyšší úrovni vlastnické pyramidy,

166 Skupina právní jistoty („Legal Certainty Group“), Projekt EU a Skupiny právní jistoty, Priority pro skupinu právních expertů, BNP Paribas, služby týkající se cenných papírů, („EU Legal Certainty Project, Priorities for the Legal Expert Group, BNP Paribas – Securities Services“), http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/bnp-paribas-submission_en.pdf, str. 2.

tzn. zpravidla v evidenci centrálního depozitáře. Lze-li v evidenci centrálního depozitáře identifikovat konečného majitele účtu, jedná se o tzv. průhledný či transparentní systém; nelze-li konečného majitele takto identifikovat, mluvíme o tzv. neprůhledném či netransparentním systému. Průhledné systémy lze vymezit jako „systémy, kde existují dvě či více osob v rámci vlastnické pyramidy (mezi emitentem a majitelem účtu) a kde na nejvyšší úrovni jsou evidována práva k cenným papírům majitelů účtů všech nižších úrovní, zejména prostřednictvím vedení účtů/podúčtů pro každého z těchto majitelů nacházejících se na nižší úrovni.“ Neprůhledné systémy lze definovat jako opak průhledných systémů, tj. jako systémy, ve kterých v evidenci centrálního depozitáře nelze identifikovat konečného majitele účtu. Toto dělení na průhledné a neprůhledné systémy má úzký vztah k předchozímu dělení na systémy přímého vlastnictví a systémy vícevrstevných oprávnění, neboť „zatímco všechny průhledné systémy patří do rodiny přímého vlastnictví, neprůhledné systémy se nacházejí v obou rodinách.“¹⁶⁷ Ač jsou si obě dělení blízká, nelze je zaměňovat. *Summou divisio* prvně uvedeného členění je charakter postavení prostředníka na jakékoli úrovni vlastnické pyramidy, kdežto *summou divisio* druhého je charakter evidencí cenných papírů v rámci vlastnické pyramidy.

V transparentním systému zpravidla vede centrální depozitář na nejvyšší úrovni účty na jméno majitelů nejnižší úrovně. Prostředníci na střední úrovni, jenž mají zřízeny u centrálního depozitáře účty jednak na své jméno a jednak na jména svých zákazníků (majitelů na nižší úrovni), jsou pouhými administrátory těchto posléze uvedených účtů a jednají zpravidla v postavení mandantů těchto zákazníků. Tyto systémy, jak dokazují zkušenosti s jejich fungováním ve Španělsku (viz níže obrázek č. 4) či v České republice v souvislosti se systémem vázaným na Středisko cenných papírů, mohou fungovat a fungují pouze jako jednovrstevné systémy.

¹⁶⁷ Thévenoz, L.: op. cit. pozn. č. 6, str. 20, pozn. 45.



ISS – *International Settlement System (Mezinárodní vypořádací systém)*

CSD – *Central Securities Depository (Centrální depozitář)*

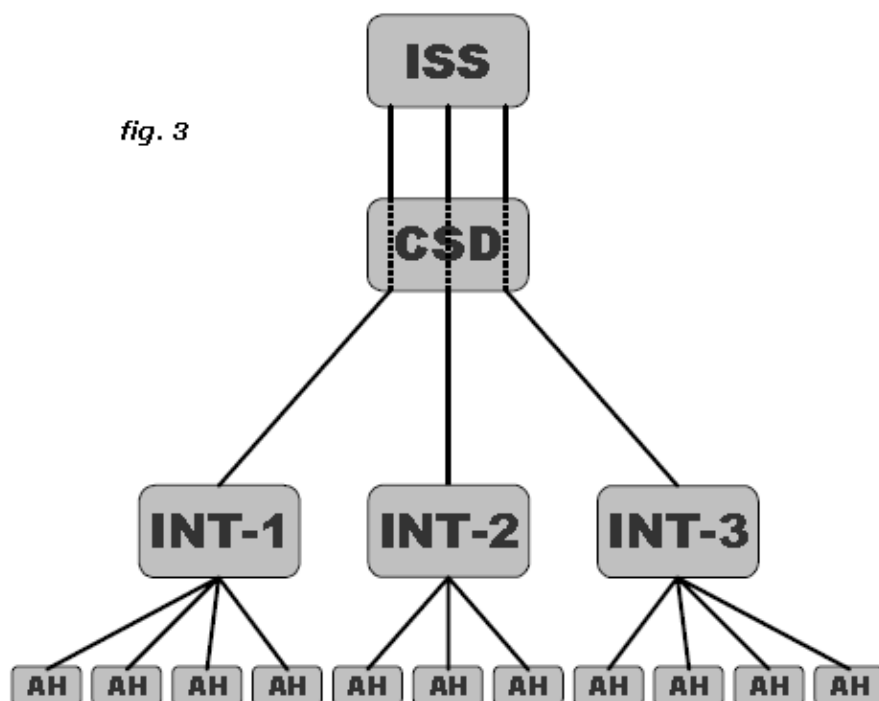
INT – *Intermediary (Prostředník)*

AH-1, 2, 3 – *Account Holder-1,2,3 (Majitel účtu – 1,2,3)*

Od plně transparentních systémů, jejichž příkladem je španělský systém znázorněný na předchozím obrázku, je třeba odlišit systémy přechodné přesto, že jsou tyto systémy považovány za podskupinu systémů transparentních. Přechodný charakter těchto systémů a zároveň jejich hlavní odlišnost od čistých transparentních systémů spočívá ve skutečnosti, že centrální depozitář vede účty na jméno prostředníka nacházejícího se na střední úrovni mezi ním a konečným

168 Převzato z Pracovního dokumentu ohledně tzv. transparentních systémů („*Working Paper regarding the so-called „Transparent Systems“*“), UNIDROIT, Study LXXVIII – Doc. 44, říjen 2006, str. 2.

majitelem. Tyto přechodné transparentní systémy existují ve dvou variantách: v první variantě vede centrální depozitář na nejvyšší úrovni účet na jméno prostředníka, přičemž tento účet je dále rozdělen na podúčty jednotlivých zákazníků tohoto prostředníka, kterými mohou být jak koneční majitelé, tak další prostředníci (*viz obr. č. 5*); ve druhé variantě vede centrální depozitář na nejvyšší úrovni účet na jméno prostředníka pro zákazníky stejně jako v první variantě avšak bez toho, aby zároveň vedl podúčty pro zákazníky takového prostředníka. Účty pro zákazníky prostředníka vede pouze tento prostředník. Ten neustále bdí nad tím, aby celkový počet cenných papírů na účtech všech svých zákazníků byl neustále v souladu s počtem cenných papírů na účtu vedeném u centrálního depozitáře na jeho jméno pro jeho zákazníky (*viz obr. č. 5*) tak, aby centrální depozitář mohl v jakémkoli okamžiku zjistit počet zákazníků a jejich cenných papírů, pro které je u něj veden účet na jméno prostředníka. U obou variant jsou vlastní účty prostředníků, na jejichž jméno vede centrální depozitář účet na nejvyšší úrovni, odděleny od účtů prostředníků vedených pro jejich zákazníky.



ISS – International Settlement System (Mezinárodní vypořádací systém)

CSD – Central Securities Depository (Centrální depozitář)

INT-1, 2, 3 – Intermediary-1, 2, 3 (Prostředník-1,2,3)

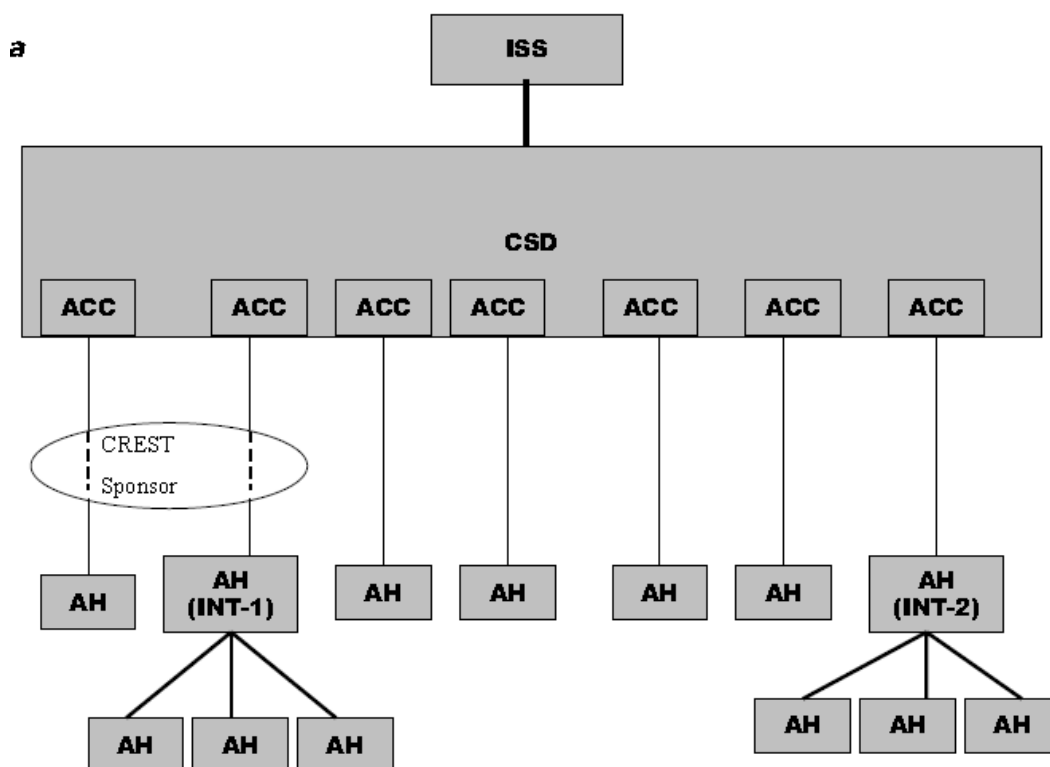
AH – Account Holder (Majitel účtu)

Od výše popsané druhé varianty přechodného transparentního systému, je již pouze krůček k netransparentním systémům. Tyto systémy se od popsané druhé varianty přechodného systému liší pouze v tom, že účet prostředníka vedený na jeho jméno na nejvyšší úrovni centrálním depozitářem obsahuje jak vlastní cenné papíry tohoto prostředníka, tak cenné papíry v majetku zákazníků tohoto prostředníka. V důsledku toho je nemožné odlišit na účtu prostředníka vlastní cenné papíry prostředníka a cenné papíry klientů. Příkladem takového systému je

¹⁶⁹ Převzato z Pracovního dokumentu ohledně tzv. transparentních systémů („Working Paper regarding the so-called „Transparent Systems“), UNIDROIT, Study LXXVIII – Doc. 44,

anglický systém CREST ohledně účtů pro prostředníky usazené ve Velké Británii (viz obr. č. 6).

Obr. č. 6¹⁷⁰



ISS – International Settlement System (Mezinárodní vypořádací systém)

CSD – Central Securities Depository (Centrální depozitář)

ACC – Account (Účet)

INT-1,2 – Intermediary-1,2 (Prostředník-1,2)

AH – Account holder (Majitel účtu)

Oddíl 3 – Systémy podmíněné a nepodmíněné

Třetím možným členěním systémů nepřímé držby je členění na základě podmínek účinnosti převodu nepřímo držených cenných papírů. Na základě této

říjen 2006, str. 3.

170 Převzato ze Zprávy pracovní skupiny ohledně transparentních systémů („Report of the Transparent Systems Working Group UNIDROIT“), UNIDROIT, Studie LXXVIII – Doc. 88, květen 2007, str. 4

summy divisio lze systémy nepřímé držby rozdělit na tzv. podmíněné a nepodmíněné. V podmíněných systémech je pro účinnost práv k nepřímo držným cenným papírům vůči třetím stranám připsání těchto cenných papírů na účet nabyvatele podmínkou nutnou, avšak nikoli dostatečnou; k perfekci těchto práv vůči třetím stranám je nutné, aby k připsání přistoupila ještě další skutečnost, kterou je zpravidla odepsání odpovídajícího množství nepřímých držných cenných papírů z účtu převodce. V tomto dodatečném požadavku, jenž podmiňuje nabytí cenných papírů odepsáním příslušného množství z účtu převodce, se zrcadlí stará římská zásada „*nemo plus iuris transferre potest, quam ipse habet*“, tj. že nikdo nemůže převést na druhého více práv než má sám. Na základě této zásady chápou podmíněné systémy převod nepřímých držných cenných papírů jako derivativní způsob nabytí věcných práv. Odepsáním z jednoho a připsáním na druhý účet není existence a identita nepřímých držných cenných papírů nijak dotčena: odepsáním a připsáním se tyto předměty jako by „*fyzicky*“ přenášejí z jednoho účtu na druhý, aniž by došlo ke změně jejich povahy. V tomto ohledu, tj. v charakteru způsobu nabytí, existuje zásadní odlišnost od nepodmíněných systémů.

Nepodmíněné systémy považují převod cenných papírů za originární způsob nabytí, neboť odepsání a připsání cenných papírů z účtu jsou chápány jako dva na sobě nezávislé úkony: odepsáním cenných papírů z účtu převodce dochází k jejich zániku, zatímco na připsání cenných papírů na účet nabyvatele je nazíráno jako na vznik zcela nového předmětu práv. Díky této koncepci vzájemně nezávislého zániku a vzniku cenných papírů, není podmínkou vzniku určitého počtu cenných papírů na účtu nabyvatele zánik odpovídajícího počtu cenných papírů na účtu převodce. V důsledku toho se nepodmíněné právní systémy mnohem snadněji vypořádávají s koncepty „*nabytí od nevlastníka*“ a „*závěrečného zúčtování*“ (close-out netting), neboť tyto koncepty přímo vycházejí z logiky nezávislého zániku a vzniku cenných papírů. Naopak podmíněné systémy se s konceptem závěrečného vypořádání vyrovnávají obtížně. Požadavkem striktní identity převáděných a nabývaných cenných papírů podmíněné systémy sice v jistém smyslu přispívají k větší stabilitě finančních trhů, neboť zabraňují umělému

vytváření „virtuálních“ hodnot, tj. připisování cenných papírů, jímž neodpovídá žádná reálná ekonomická hodnota, na druhou stranu však kvůli určité averzi k závěrečnému zúčtování zaostávají za nepodmíněnými systémy, pokud jde o rychlost vypořádání obchodů s nepřímo drženými cennými papíry a výši nákladů nutných k realizaci tohoto vypořádání.¹⁷¹ V souvislosti s prvním naznačeným tříděním systémů vlastnictví cenných papírů na systémy přímého vlastnictví a systémy vícevrstevných oprávnění, jsou tyto později jmenované systémy výhradním hostitelem nepodmíněných systémů, kdežto v rámci prvně jmenovaných můžeme najít příklady jak nepodmíněných, tak podmíněných systémů.

Obr. č. 7

Postavení prostředníka	Možnost identifikace konečného majitele	Podmínky platnosti dispozice s cennými papíry
Systémy přímého vlastnictví	Transparentní	Podmíněné
		Nepodmíněné
	Přechodně transparentní	Podmíněné
		Nepodmíněné
Systémy vícevrstevných oprávnění	Netransparentní	Nepodmíněné

Ze tří výše uvedených kritérií pro třídění systémů vlastnictví cenných papírů, tj. kritéria postavení prostředníka, možnosti centrálního depozitáře identifikovat konečného majitele a podmínek platnosti převodu nepřímo držených cenných papírů, je nejdůležitější kritérium prvně jmenované dělicí systémy nepřímé držby na systémy přímého vlastnictví a na systémy vícevrstevných oprávnění: v porovnání se dvěma zbývajícími kritérii nejvíce a nejhlouběji ovlivňuje jednotlivé instituty a vztahy tvořící podstatu nepřímé držby cenných papírů. Z tohoto důvodu

¹⁷¹ Thévenoz, L.: op. cit. pozn. č. 6, str. 51 a 52.

budou tyto instituty a vztahy dále posuzovány ve světle jednak systému přímého vlastnictví a jednak systému vícevrstevných oprávnění.

Oddíl 4 - Zařazení českého právního řádu do klasifikace systémů nepřímé držby

Pokud jde o oblast soukromého práva lze český právní řád obecně charakterizovat jako kontinentální právní řád založený na soukromoprávních římsko-právních tradicích. V rámci skupiny kontinentálních právních řádů můžeme český právní řád považovat za součást rodiny germánské, neboť základní principy českého soukromého práva jsou produktem vycházejícím ze zásad rakouského všeobecného zákoníku občanského a rakouského obchodního práva, přestože základní soukromoprávní kodexy českého práva – občanský zákoník a obchodní zákoník – nemají z důvodu historického vývoje ve 20. století na tuto rakouskou právní úpravu přímou návaznost. Pokud jde o začlenění českého právního řádu do klasifikace systémů nepřímé držby na základě kritérií spočívajících v postavení prostředníka, možnosti identifikace konečného majitele a podmínek platnosti převodu nepřímo držených cenných papírů, je třeba toto třídění vztáhnout nejdříve na dobu existence Střediska cenných papírů, tj. od počátku roku 1993 do konce dubna 2004, resp. počátku července 2010, kdy fungoval jednostupňový centralizovaný veřejnoprávní systém zaknihovaných cenných papírů, a dobu od tohoto posléze uvedeného data, kdy byl tento systém přeměněn na dvoustupňový částečně decentralizovaný soukromoprávní systém.

Ústředním bodem centralizovaného jednostupňového systému zaknihování cenných papírů bylo do 7. července 2010 Středisko cenných papírů. Středisko cenných papírů bylo právnickou osobou zapisovanou do obchodního rejstříku, jež byla zřízena ministerstvem financí ke dni 1. ledna 2003.¹⁷² Středisko cenných papírů bylo v České republice – odhlédneme-li od existence samostatné evidence některých krátkodobých cenných papírů vedené Českou národní bankou a

¹⁷² § 70, odst. 1 ZCP (ve znění účinném do 30. dubna 2004)

částečných evidencí Střediska vedených k tomu oprávněnými osobami¹⁷³ – výlučným poskytovatelem služeb týkající se evidence zaknihovaných cenných papírů. Systém zaknihování ve Středisku měl veřejnoprávní charakter: Středisko mělo postavení osoby veřejného práva, ze zákona mělo povinnost zřídit každé osobě na požádání účet cenných papírů a konečně rozsah a způsob poskytovaných služeb byl vymezen zákonem. V České republice tak existovala jediná evidence, kde mohly být cenné papíry zaknihovány; v tomto smyslu bylo možno tvrdit, že v České republice se zaknihované papíry nacházely pouze na jednom místě, a to v elektronické evidenci Střediska cenných papírů. Tyto zaknihované cenné papíry byly registrovány Střediskem jednak v registru emitenta zaknihovaných cenných papírů a jednak na účtech konečných majitelů zaknihovaných cenných papírů, přičemž oba „účty“ tvořily jakési dvě „větvě“ jednolitého systému.¹⁷⁴ Vzhledem k tomu, že účet cenných papírů mohl být zřízen pouze pro konečného majitele, jednalo se o systém jednostupňový. V důsledku toho konečný majitel mohl, resp. musel, uplatňovat svá práva spojená ze zaknihovaným cenným papírem vůči emitentovi přímo, a to jak v případě hlasovacích práv, tak v případě práva na výnos. Pokud jde o převod zaknihovaných cenných papírů, ten bylo možno uskutečnit velice jednoduše odepsáním zaknihovaných cenných papírů z účtu převodce a jejich připsáním na účet nabyvatele ve Středisku, neboť jinde než ve Středisku zaknihované cenné papíry existovat nemohly. K nabytí vlastnického práva převodce k předmětným zaknihovaným cenným papírům docházelo registrací tohoto převodu souběžným odepsáním zaknihovaných cenných papírů z účtu převodce a jejich připsáním na účet nabyvatele, ke kterému docházelo ve stejný den.¹⁷⁵ Nabýt zaknihovaný cenný papír bylo možno v dobré víře i od nevlastníka.¹⁷⁶

173 § 70a, odst. 1 ZCP (ve znění účinném do 30. dubna 2004). Takovou osobou byla například Česká spořitelna a.s.

174 Pauly, J.: Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, Právník 8/2005, str. 869.

175 § 21, odst. 1 ZCP (ve znění účinném do 30. dubna 2004).

176 § 20 ZCP (ve znění účinném do 30. dubna 2004).

Systém zaknihování a způsob vedení evidence cenných papírů ve Středisku cenných papírů byl z hlediska obecné klasifikace systémů nepřímé držby provedené výše systémem přímého vlastnictví, systémem plně transparentním a systémem podmíněným. Přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu byl – formálně od jeho vstupu v účinnost 1. května 2004, materiálně od 7. července 2010¹⁷⁷ – tento centralizovaný jednostupňový veřejnoprávní systém zaknihování soustředěný do Střediska cenných papírů nahrazen dvoustupňovým decentralizovaným soukromoprávním systémem.

Nový systém zaknihování cenných papírů formálně existující od vstupu v účinnost zákona o podnikání na kapitálovém trhu 1. května 2004, jehož reálné fungování započalo 7. července 2010, významně změnil charakter systému nepřímé držby v České republice. Ukončením monopolu Střediska cenných papírů na vedení účtů nepřímo držených cenných papírů a umožněním zřizování účtů zaknihovaných cenných papírů i jiným osobám pozbývá český systém nepřímé držby charakter centralizovaného jednostupňového systému a nabývá charakteru částečně decentralizovaného vícestupňového systému. Vedle centrálního depozitáře – kam byla převedena centrální evidence zaknihovaných cenných papírů ze Střediska – mohou totiž existovat jednak samostatné evidence zaknihovaných cenných papírů bez jakéhokoli vztahu s centrálním depozitářem a jednak evidence navazující na centrálního depozitáře vedené regulovanými soukromoprávními osobami, jako jsou například banky či obchodníci s cennými papíry. Přesto, že architektura tohoto systému připomíná na první pohled standardní architekturu systému nepřímo držených cenných papírů, při bližším pohledu je nutno konstatovat, že se jedná o jakýsi přechodný systém mezi dozrívajícím jednostupňovaným centralizovaným veřejnoprávním systémem

¹⁷⁷ „Ministerstvo financí a společnost Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (dále „CDCP“) schválilo dne 30.3.2010 dokument *Projekt předání evidencí Střediska cenných papírů (dále „SCP“)*, který navazuje na smlouvu o převodu evidencí SCP uzavřenou dne 8.12.2009. Projekt, kromě dalšího, potvrzuje termín převodu evidencí SCP do CDCP na počátku července letošního roku. [...] Na období 28.6. až 2.7.2010 je plánována technická přestávka v souvislosti s převodem evidencí do CDCP. Od 7.7.2010 se předpokládá spuštění provozu CDCP.” (Tisková zpráva Střediska cenných papírů, 5. května 2010, dostupná na www.scp.cz, naposledy navštíveno 14. května 2010).

soustředěným do Střediska cenných papírů a standardními systémy nepřímé držby, jak jsou známy z jiných jurisdikcí. Na jednu stranu získává celý systém povahu systému soukromoprávního, protože jak centrální depozitář, tak osoby, jež vedou účty navazující na účty u centrálního depozitáře jsou osoby soukromého práva, jež vykonávají tuto službu na základě příslušného veřejnoprávního povolení; na druhou stranu je nový systém pouze dvoustupňový, neboť prostředníci mající u centrálního depozitáře zřízen zákaznický účet pro své klienty mohou ve svých knihách vést pouze účty pro konečné vlastníky cenných papírů.¹⁷⁸ K nabytí zaknihovaných cenných papírů nedochází v okamžiku, kdy dojde k souběžnému odepsání z účtu převodce na účet nabyvatele, nýbrž zápisem na vlastnický účet nabyvatele u centrálního depozitáře, eventuálně zápisem na zákaznický účet prostředníka u centrálního depozitáře, u kterého má nabyvatel dále veden vlastnický účet. Účinky převodu zaknihovaného cenného papíru vůči třetím stranám má stále pouze zápis na účtu vedeným centrálním depozitářem, ať už se jedná o účet vlastnický či zákaznický. Z těchto důvodů lze nový systém nazvat pouze částečně decentralizovaným, protože skutečným prvkem decentralizace je pouze připuštění existence samostatných evidencí cenných papírů, nikoli rovněž decentralizace nabytí účinku převodu vůči třetím stranám zápisem v těchto samostatných evidencích.

Prvním druhem samostatné evidence, je evidence investičních nástrojů kolektivního investování zahrnující evidenci zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování a jiných investičních nástrojů, tj. i investičních nástrojů, jež nejsou cennými papíry, jako například deriváty, pokud to jejich povaha umožňuje. Naproti tomu samostatná evidence ČNB existující od 9. prosince 2002¹⁷⁹ (dále jen „SKD“), ve které se evidují cenné papíry vydávané Českou republikou se splatností do jednoho roku, cenné papíry vydávané Českou národní bankou se splatností do šesti měsíců a dluhopisy s dobou splatnosti do jednoho roku, je zvláštní samostatnou veřejnoprávní evidencí svého druhu. SKD je

¹⁷⁸ § 94, odst. 6 ZPKT.

¹⁷⁹ § 31, odst. 2 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v platném znění.

systémem, který v sobě spojuje úlohu samostatné evidence (registru) cenných papírů a vypořádacího systému obchodů s cennými papíry vedenými v této evidenci. Na rozdíl od předchozího typu samostatných evidencí je tato evidence dvoustupňová a funguje v podstatě na stejném modelu jako evidence centrálního depozitáře a na něj navazující evidence, jelikož umožňuje zřízení jednak vlastnických účtů a jednak zákaznických účtů. Osoba, na jejíž jméno je zákaznický účet veden, může dále ve svých knihách zřizovat pouze vlastnické účty pro konečné vlastníky. Cenné papíry evidované v SKD nicméně fyzicky neexistují a jsou reprezentovány pouze záznamem v databázi registračního centra.¹⁸⁰

Z hlediska obecné klasifikace se charakter nového částečně decentralizovaného dvoustupňového soukromoprávního systému nepřímé držby v České republice příliš neliší od svého předchůdce: stále se jedná o systém přímého vlastnictví, neboť prostředník má vůči cenným papírům konečného majitele vztah závazkově právního charakteru vycházející ze smlouvy o úschově a konečný majitel účtu má přímý přístup k emitentovi. Krom toho, se se stále jedná o systém podmíněný, neboť k převodu zaknihovaného cenného papíru dochází derivativně na základě kupní smlouvy podle obchodního zákoníku. Jedinou změnou zůstává transformace systému z plně transparentního na systém semi-transparentní z důvodu zavedení zákaznických účtů v centrální evidenci centrálního depozitáře znějící na jméno osoby vedoucí ve svých účtech evidenci navazující na evidenci centrálního depozitáře. Nicméně i v tomto ohledu jde o změnu spíše kosmetickou, neboť prostředníci vedoucí navazující evidence jsou povinni v případě žádosti centrálního depozitáře sdělit tomuto depozitáři identitu osob, pro které tyto prostředníci vedou v navazující evidenci účet vlastníka. Vzhledem k tomu, že centrální depozitář má možnost vždy zjistit identitu konečného majitele účtu,

¹⁸⁰ § 1, odst. 1, § 13, odst. 2 a 5, 20 a 21 Pravidel SKD (Úřední sdělení ČNB ze dne 20. dubna 2007, o vydání Pravidel systému krátkodobých dluhopisů, Věstník ČNB ze dne 25. dubna 2007, částka 10/2007).

představuje tento systém přechodnou verzi mezi systémem plně transparentním a semi-transparentním.¹⁸¹

Díl druhý – Nepřímo držené cenné papíry

Na rozdíl od běžných věcí v právním smyslu, jako jsou například jablko, vozidlo, dům či obraz, nelze právní podstatu cenného papíru a účel jeho právní regulace odvodit z jeho přímé funkce ve vnějším světě. Právo reguluje běžné věci od okamžiku, kdy tyto věci představují pro zdraví, bezpečnost či život člověka či jeho prostředí určité riziko, či v případě, že regulace dané věci právními normami může zajistit znásobení společenského užitku dané věci. Obvyklý způsob, jakým právo takovouto regulaci provádí, je, že nejdříve přebere a eventuálně zpřesní obecnou definici dané věci vyplývající z jejích znaků a působení ve vnějším světě a ustaví normy přizpůsobené povaze a funkci dané věci, které zvýší společenský užitek nakládání s touto věcí.¹⁸² Zásadním předpokladem pro maximalizaci společenského užitku věci je detailní poznání povahy a funkce věci ve vnějším světě. Například motorové vozidlo je právem definováno v souladu se svými vnějšími znaky a jeho přímou funkcí jako „*nekolejové vozidlo poháněné vlastní pohonnou jednotkou*.“¹⁸³ V souladu s touto funkcí stanoví právo za účelem minimalizace rizik pravidla pro konstrukci motorového vozidla a za účelem maximalizace společenského užitku pravidla jeho užívání. K tomu, aby těchto účelů bylo dosaženo, je nutné, aby regulátor poznal vlastnosti a možné funkce

181 Pracovní skupina k tzv. transparentním systémům – pracovní analýza návrhu Úmluvy vzhledem k českému právnímu řádu (předložená českou vládou) („*Working Group on so called Transparent Systems – Intersessional Work Examination of the draft Convention vis-à-vis the Czech Legal Order (submitted by the Government of the Czech Republic)*“), UNIDROIT Study LXXVIII – Doc. 61, březen 2007, str. 1.

182 Zde je nutno připomenout soudobý diskurz k omezeným schopnostem práva jednak „*změřit*“ sociální či ekonomický užitek řešení, které právo nabízí, a jednak na základě toho nastavit pravidla vedoucí ke zvýšení sociálního či společenského užitku. Pokud jde o ekonomický aspekt, tento handicap práva se snaží zacetit disciplína zvaná ekonomická analýza práva, která se s pomocí ekonomických nástrojů snaží kvantifikovat dopad právních pravidel na vytváření ekonomického užitku (Kuhn, P., Úvod do ekonomické analýzy společenského práva, Common Law Review Praha, ročník 8, číslo 9, zvláštní příloha, str. XV.).

183 § 2, písm. g) zákona č.361/2000 Sb., o provozu na pozemních komunikacích, v platném

daného vozidla. Krom toho, aby bylo zajištěno optimální ekonomické využití věci, přiznává objektivní právo jednotlivcům subjektivní relativní a absolutní práva k takovýmto věcem. Soukromé právo klasifikuje zmíněné motorové vozidlo z hlediska jeho objektivní povahy a funkce jako věc movitou a vymezuje pro jednotlivce subjektivní a absolutní práva k této věci, včetně způsobu jejich nabytí.

K cenným papírům, ač jsou určitými právními řády považovány za věci movité, ovšem nelze přistupovat stejným způsobem. Především cenné papíry nejsou věcmi objektivně existujícími v reálném světě, ale kategorií vytvořenou právem samotným a fungujícím pouze v rámci práva. Cenné papíry rovněž nepředstavují žádné riziko pro zdraví, bezpečnost či život člověka či jeho prostředí. Cenný papír rovněž nemá vlastní přímý užitek, kterým by jednotlivec mohl uspokojit některou ze svých biologických, kulturních či sociálních potřeb. Cenný papír má pouze právně-ekonomickou hodnotu: právní hodnota „*spočívá v deklaraci existence práva a v umožnění jeho zjednodušeného převodu*“¹⁸⁴ ekonomická hodnota tkví ve schopnosti zajistit rychlou a stabilní alokaci kapitálu. Vzhledem k tomu, že cenný papír je produkt práva, mimo právo neexistující, je třeba při jeho vymezení a stanovení pravidel pro maximalizaci jeho společenské hodnoty postupovat opačným způsobem, než je tomu u běžných věcí v právním smyslu. Zatímco u těchto věcí právo přejímá definici dle jejich znaků a funkce v mimoprávním světě a podle této funkce stanoví pravidla pro jejich užívání, u cenných papírů lze v souladu s Nizardem a některými francouzskými právními teoretiky¹⁸⁵ tvrdit, že „*právní režim cenných papírů nevyplývá z jejich povahy: naopak povaha cenných papírů vyplývá z právního režimu, který se na ně vztahuje*“.¹⁸⁶ Proto, aby bylo možno říci, co se rozumí cenným papírem, je třeba analyzovat právní normy, které se na něj vztahují.¹⁸⁷

znění.

184 Nizard, F., Titres négociables, Economica, 2003, str. 2, pozn. 2.

185 Thaller, E.-E., De la nature juridique des titres de crédit, Contribution à une étude générale sur le droit des obligations, Annales de droit commercial; Larguier, J., Etude sur la notion de titre en droit privé, thèse Montpellier 1948.

186 Nizard, F.: op. cit. pozn. č. 184, str. 2, pozn. 2.

187 Tamtéž.

Oddíl 1 - Funkční analýza nepřímo držených cenných papírů

Vzhledem k absenci legální definice cenného papíru jak na mezinárodní úrovni, tak na úrovni národních právních řádů, jsou cenné papíry velmi často definovány z hlediska jejich funkcí. Těmito funkcemi jsou obvykle funkce mobilizační, transportní, průkazní a liberační. Naproti tomu nepřímo držený cenný papír sice svou globální legální definici má, nicméně k tomu, aby bylo možno určit, které cenné papíry či jiné finanční nástroje mohou v režimu nepřímo držených cenných papírů existovat, je třeba detailního právního rozboru. Ač z ekonomického pohledu nepřímo držený cenný papír slouží stejnému účelu jako listinný cenný papír, jedinou funkcí, jež má s listinným cenným papírem společnou, je funkce mobilizační, tj. umožnění získání, neboli mobilizace, finančních prostředků od veřejnosti. Vedle toho má nepřímo držený cenný papír některé specifické funkce, jež některé listinné cenné papíry postrádají, jako je například funkce investiční. Kvůli tomu některé cenné papíry nejsou způsobilé být zároveň nepřímo drženými cennými papíry a naopak některé finanční nástroje, jež nejsou cennými papíry, nepřímo drženými cennými papíry být mohou. V důsledku toho se rovněž nabízí otázka, zda nepřímo držené cenné papíry jsou stále ještě cennými papíry či, zda z důvodu svých specifických vlastností nevytváří samostatnou kategorii předmětů soukromého práva.

Kapitola 1 – Nepřímo držené cenné papíry z hlediska jejich ekonomické funkce a podstaty

Definiční kritérium nepřímo drženého cenného papíru v podobě schopnosti být připsán na účet cenných papírů v sobě skrývá dva odlišné aspekty: jednak aspekt technický, tzn. zda je možno transformovat cenný papír či jiný finanční nástroj do formy elektronického záznamu na účtu cenných papírů, aniž by takový cenný papír ztratil svůj *raison d'être*, a jednak aspekt funkční, tj. zda je možno s cenným papírem bez dalšího nakládat prostřednictvím záznamu na účtu. Zatímco první aspekt předpokládá, že primární funkcí cenného papíru není funkce průkazní, druhý aspekt předpokládá, že daný cenný papír má alespoň teoretickou, byť

krátkodobou, investiční funkci, a že je tudíž ekonomicky smysluplné registrovat takový cenný papír po určitou dobu na účtu cenných papírů. Jinými slovy, nepřímo drženími cennými papíry nemohou být všechny cenné papíry: mohou být jimi pouze ty cenné papíry, jež jsou z technického hlediska převoditelné do formy elektronického záznamu na účtu cenných papírů a zároveň s těmito cennými papíry musí být možno právně disponovat pouze prostřednictvím účtu cenných papírů.

Prvním typy cenných papírů, jež tato dvě kritéria vylučují z okruhu cenných papírů způsobilých být předmětem nepřímé držby, jsou směnky a šeky. Přesto, že v praxi existují směnky, jejichž splatnost přesahuje jeden rok, čímž překračuje životnost většiny nástrojů obchodovaných na peněžních trzích,¹⁸⁸ podoba směnky a šeku, jejich náležitosti a skutečnost, že se jedná o cenné papíry, jež nemohou existovat v jiné než listinné podobě, mají za následek, že směnku ani šek nelze zaknihovat, ani imobilizovat,¹⁸⁹ a tedy ani považovat za způsobilý předmět nepřímé držby. Tato skutečnost společně s tím, že náležitosti směnky – stejně jako šeku – jsou od 30. let minulého století ustálené a takřka celosvětově jednotně používané,¹⁹⁰ je zásadní překážkou pro možnost transformace směnky a šeku do formy záznamu na účtu cenných papírů. Navíc vzhledem k tomu, že směnka i šek

188 Dědič, J. a kol.: *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*, Prospektrum, 2000, Praha, str. 202.

189 Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: *Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů*, 4. vydání, C.H. Beck, 2005, str. 480 a 481.

190 Úprava směnek a šeků vděčí za svou jednotnost – pokud jde o směnky – Ženevské úmluvě o jednotném směnečném zákonu sjednané dne 7. června 1930 společně s Úmluvou o střetech zákonů a Úmluvě o směnečných poplatcích – pokud jde o šeky – Úmluvě o jednotném zákonu šekovém sjednané dne 11. března 1931 společně s Úmluvou o kolizním šekovém právu a Úmluvy o šekových poplatcích. Úmluva o jednotném směnečném zákonu i Úmluva o jednotném zákonu šekovém obsahují ve svých přílohách ustanovení upravující náležitosti a normy pro nakládání se smenkami, resp. šeky, která byla přejata do zákonodárství většiny zemí kontinentálního právního řádu. Přestože Československá a posléze ani Česká republika k ratifikaci těchto úmluv nepřistoupily, ustanovení těchto úmluv, resp. jejich přílohy, platily na území protektorátu Čechy a Morava podle vládního nařízení č. 111/1941 Sb., o jednotném směnečném řádu, a č. 372/1941 Sb., kterým se vydává a zavádí jednotný šekový řád. Prostřednictvím zákona směnečného a šekového č. 191/1950 Sb., v platném znění, platí adaptovaná jednotná ustanovení těchto úmluv na území České republiky doposud.

jsou vydávány individuálně a vždy v listinné podobě,¹⁹¹ znamená jakékoli oddělení údajů od jejich hmotného nosiče (např. naskenováním směnky) či zničení tohoto nosiče, více méně automatický zánik právních účinků spojených s těmito cennými papíry. Tomuto zániku se sice dá zabránit umořením, rekonstituce bude ovšem probíhat znovu pouze v listinné podobě. Konečně směnka i šek jako listina mají důležitou funkci průkazní, neboť je nutno ji předložit k placení, aby se dlužník mohl plněním vůči jejímu předkladateli zprostit svých závazků. Předložení směnky i šeku nutně implikuje její existenci v hmotné, listinné podobě, a znemožňuje jakoukoli transformaci do podoby nehmotné.¹⁹²

Obdobně je třeba vyloučit z předmětů způsobilých být předmětem nepřímé držby ostatní obligační cenné papíry, které přiznávají právo k věcnému plnění, jako jsou například konosamenty,¹⁹³ skladištní¹⁹⁴ či náložné listy¹⁹⁵ stejně jako věcněprávní cenné papíry, jako je například zbožový warrant.¹⁹⁶ Tyto cenné papíry, se kterými je spojeno závazkové právo na vydání věci v nich uvedených,

¹⁹¹ Dědič, J., a kol.: op. cit. pozn. č. 188, str. 131 a 168; Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., a kol.: op. cit. pozn. č. 189, str. 481 a 597; Kokeš, J.: Lze směnku považovat za investiční nástroj?, Právní rozhledy, 2/2005, str. 62.

¹⁹² Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: op. cit. pozn. č. 189, str. 597.

¹⁹³ Konosamentem (ang. „*bill of lading*“, fr. „*connaissance*“) se rozumí „dokument, který je průkazem o smlouvě o námořní přepravě a o tom, že dopravce převzal zboží nebo je naložil, a jímž se dopravce zavazuje, že vydá zboží při odevzdání tohoto dokumentu.“ (čl. 1 odst. 7 Úmluvy Organizace Spojených národů o námořní přepravě zboží ze dne 31. března 1978 (tzv. Hamburská pravidla), jež vstoupila v platnost pro Českou republiku dnem 1. července 1996 a byla vyhlášena Sdělením MZV č. 193/1996 Sb.)

¹⁹⁴ Skladištním listem se rozumí cenný papír opravňující jeho držitele k vydání určité individuálně či druhově určené věci od správce skladu.

¹⁹⁵ Náložným listem se rozumí cenný papír obsahující nárok vůči dopravci na vydání věci převzaté k dopravě.

¹⁹⁶ Warrant jako zbožový cenný papír je nutno důsledně odlišovat od warrantu finančního (opčního listu): zatímco s warrantem zbožovým je spojeno věcné právo zpravidla ke genericky určeným věcem či souboru věcí, s warrantem finančním jsou spojena práva k opcím. Zbožový warrant představuje právní titul k věcem či souboru věcí, jež jsou v něm označeny, nikoli pouze závazkové právo na vydání věci jako je tomu v případě obligačních cenných papírů. Převodem warrantu, ať už indosací či tradicí, přechází rovněž věcná práva spojená s warrantem. Podobně jako obligační cenné papíry se zbožové warranty z důvodu průkazní funkce mohou vyskytovat pouze jako nezastupitelné cenné papíry v listinné podobě; vzhledem k tomu, že se rovněž obvykle jedná o tzv. dokonalé cenné papíry, nelze věcněprávní zbožové cenné papíry považovat za předměty způsobilé nepřímé držby, neboť tyto cenné papíry nelze elektronizovat ani formou zaknihování, ani formou imobilizace.

se rovněž mohou vyskytovat pouze v listinné podobě.¹⁹⁷ Krom toho, nemožnost těchto cenných papírů být předmětem nepřímé držby vyplývá z nutnosti prezentace těchto cenných papírů jako průkazných listin dopravci či správci skladu. V důsledku toho nelze tyto cenné papíry dematerializovat¹⁹⁸ a vzhledem k tomu, že se obvykle jedná o individuální, nezastupitelné cenné papíry,¹⁹⁹ nepřichází v úvahu ani jejich imobilizace. Ani obligační, ani věcněprávní zbožové cenné papíry proto nemohou být způsobným předmětem nepřímé držby.

Platební nástroje primárně slouží ke konzumaci finančních hodnot, tj. k získání určitého statku, ať už hmotného či nehmotného, „výměnou“ za finanční hodnotu daného platebního nástroje. Například směnkou či šekem zaplatím nákup osobního vozidla či provozního materiálu pro fungování podniku; nicméně zpravidla nekupuji směnku – a už vůbec ne šek – abych ji připsal na účet cenných papírů.²⁰⁰ V tomto směru mají platební nástroje stejnou funkci jako peněžní prostředky.²⁰¹ Naopak, akcie, dluhopisy či jednotky v podílových fondech zpravidla nekupuji proto, abych je mohl vyměnit za určitý statek. Obvykle nekupuji akcie proto, abych je poté mohl vyměnit za osobní vozidlo, nýbrž proto, abych lépe zhodnotil své přebytečné finanční prostředky: například, koupím akcie a držím je po určitou dobu, abych mohl těžit ze zvýšení jejich hodnoty či abych koupené akcie půjčil, a mohl těžit z poklesu jejich hodnoty. Tato skutečnost je důležitým faktorem z hlediska nepřímé držby cenných papírů, neboť vytváření a vedení evidence pro cenné papíry pouze na velmi krátkou či krátkou dobu by nebylo ekonomicky efektivní. Náklady nutné k vytvoření a vedení takové evidence pro cenné papíry s krátkou či velmi krátkou životností by převyšovaly

197 Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: op. cit. pozn. č. 189, str. 615.

198 Tamtéž.

199 Dědič, J., a kol.: op. cit. pozn. č. 188, str. 180 a 184.

200 Depozitní směnka, již jako takové investiční funkci upřít nelze, není brána v úvahu pro svůj relativně řídký výskyt a uplatnění.

201 Obdobný závěr lze učinit i vůči zbožovým cenným papírům. Jak konosamenty, tak náložné či skladištní listy či věcněprávní cenné papíry nemají investiční funkci, neboť slouží především k umožnění vydání zboží, jež je v nich uvedeno; jakmile k tomuto vydání dojde, je primární funkce těchto cenných papírů vyčerpána a jejich životnost je v tomto ohledu rovněž velmi krátkodobá.

ekonomický užitek s tím spojený. Absence investiční funkce proto vylučuje z definice nepřímo držených cenných papírů peníze ve formě hotovosti. Ač je nesporné, že peníze v hotovostní formě mohou být technicky evidovány na účtu cenných papírů a že z obecného pohledu jim nelze upřít určitou investiční funkci, samotná povaha fungování trhů s nepřímo drženými cennými je vylučuje z kategorie nástrojů způsobilých být předmětem nepřímé držby. Důvodem tohoto vyloučení je především skutečnost, že hotovostní prostředky slouží jako protihodnota při převodu nepřímo držených cenných papírů, a tudíž prostředníci – buď sami či prostřednictvím bankovní instituce – vedou pro konečné majitele oddělený peněžní účet.²⁰² Připsání hotovostních prostředků na tento účet je pak zpravidla podmínkou pro definitivní připsání nepřímo držených cenných papírů na účet cenných papírů. Kdyby hotovostní prostředky byly připisovány na stejný účet jako cenné papíry, vedlo by to ke zmatku znemožňujícím účinně provádět transakce s nepřímo drženými cennými papíry, a to zejména kontrolu povinnosti nabyvatele zaplatit za nabyté nepřímo držené cenné papíry. V tomto kontextu je zřejmé, že platební funkce hotovostních prostředků zcela převažuje a upozaduje jejich paralelní investiční funkci do té míry, že tyto prostředky diskvalifikuje z rámce nepřímé držby cenných papírů. Krom toho, konečný majitel účtu má k cenným papírům evidovaným na účtu právo věcného charakteru či právo obdobné,²⁰³ kdežto k hotovostním prostředkům vedeným na účtu obvykle pouze právo závazkové.²⁰⁴ Tato práva pak podléhají odlišným regulatorním režimům: zatímco cenné papíry evidované na účtu a práva k nim, jež náleží klientům, musí prostředník téměř ve všech právních řádech oddělit od svého vlastního majetku, u hotovostních peněžních prostředků tuto povinnost nemá; smísením těchto prostředků a nepřímo držených cenných papírů na jednom účtu by se prostředník vystavoval jednak riziku porušení uvedené segregační povinnosti a jednak riziku porušení povinnosti chránit hodnoty a práva jemu svěřené.

²⁰² Dotazník LCG-EC, str. 91, 94, 96 a 107.

²⁰³ Více k charakteru práv majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům část třetí, díl druhý, oddíl 2.

²⁰⁴ Prussen, Y.: Le régime des titres et instruments fongibles, in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier, str. 1298.

Přejdeme-li z úrovně teoreticko-právní na úroveň pozitivně právní, zjistíme, že ani jeden z právních řádů v této práci analyzovaných – s výjimkou práva Spojených států²⁰⁵ – nepřipouští evidenci hotovostních peněžních prostředků na účtu cenných papírů.²⁰⁶

Předpisy českého práva, konkrétně zákon o podnikání na kapitálovém trhu, pamatují na výslovnou definici zaknihovaného cenného papíru jako zastupitelného listinného cenného papíru nahrazeného zápisem do některé ze zákonem předvídaných evidencí.²⁰⁷ Zaknihovaným cenným papírem může být pouze nástroj, jež zákon označuje jako cenný papír, a který zároveň splňuje podmínku zastupitelnosti, tj. cenný papír, jenž je stejného druhu, vydán stejnou osobou ve stejné formě a stejné podobě, a vznikají-li z něho stejná práva jako z jiného cenného papíru;²⁰⁸ k tomu se přidává podmínka způsobilosti být předmětem zákonem předvídané evidence cenných papírů, tj. možnost, aby zastupitelný listinný cenný papír mohl být nahrazen zápisem do takové evidence. Definice zaknihovaného cenného papíru splňuje základní funkční kritéria nepřímě drženého cenného papíru, tj. podmínku možnosti evidovat cenný papír na účtu cenných papírů, k čemuž přidává podmínku zastupitelnosti. Zaknihovaný cenný papír musí být zároveň cenným papírem, tj. jedním z typů cenných papírů uvedeného v příkladném výčtu v ustanovení odstavce 1 § 1 zákona o cenných papírech či nástrojem, jež zákon výslovně za cenný papír označuje.²⁰⁹ Aplikací zmíněných dvou kritérií na cenné papíry uvedené v tomto výčtu lze jako nezpůsobilé být předmětem nepřímé držby považovat směnky, šeky, náložné listy,

²⁰⁵ Hotovostní peněžní prostředky nejsou v režimu jednotného amerického obchodního zákoníku apriori vyloučeny z okruhu předmětu cenných oprávnění, neboť investor a prostředník si mohou smluvně sjednat, co bude předmětem cenného oprávnění, tedy i hotovostní peněžní prostředky.

²⁰⁶ Ženevská úmluva UNIDROIT: čl. 1, písm. a); Haagská úmluva: čl. 1, odst. 1, písm. a); národní právní řády členských států EU: Dotazník LCG-EC, str. 91 an.; Švýcarsko: Důvodová zpráva k švýcarskému LTI, str. 42 - 43.

²⁰⁷ § 91 ZPKT.

²⁰⁸ § 2 ZCP.

²⁰⁹ § 1, odst. 1 ZCP: „*Tento zákon se vztahuje na cenné papíry, kterými jsou zejména akcie, zátižní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy.*”

skladištní listy a zemědělské skladní listy,²¹⁰ k nimž se řadí rovněž listinné zatímní listy²¹¹ a dnes již v podstatě obsoletní investiční kupóny z dob kupónové privatizace. Z důvodu převažující platební funkce je nutno rovněž vyloučit z okruhu předmětů způsobilých být předmětem nepřímé držby hotovostní peněžní prostředky. V kontextu transakcí s cennými papíry je nutno tyto prostředky považovat, nikoli za investiční nástroje, nýbrž za platební nástroje, jež zákon o podnikání na kapitálovém trhu vylučuje z okruhu investičních nástrojů.²¹²

Vzhledem k příkladnému výčtu typů cenných papírů v ustanovení odstavce 1 § 1 zákona o cenných papírech, může být teoreticky cenným papírem, resp. zaknihovaným cenným papírem, i jiný nástroj než ten, jenž je uveden v tomto příkladném výčtu či za cenný papír označen jiným zákonem. Nicméně z důvodu absence obecných zákonných kritérií cenného papíru a z důvodu zastaralosti doktrinního pojetí cenného papíru, není možné v českém právu kvalifikovat žádný další nástroj jako cenný papír, a tudíž ani jako zaknihovaný cenný papír. Obecná koncepce cenného papíru v českém právu totiž vychází z německo-rakouského modelu ztělesnění práv v listině, se kterou jsou tato práva neoddělitelně spojena.²¹³ Při hledání definice cenného papíru česká doktrína vychází z Brunnerovy koncepce cenného papíru jako „*listiny o soukromém právu, jehož uplatnění je soukromoprávně podmíněno ovládnutím listiny*“,²¹⁴ či velmi podobné koncepce Randovy.²¹⁵ Porovnájí-li se různé doktrinní definice cenného papíru, je zřetelné, že důraz je kladen především na existenci formálního prvku, tj. existence listiny, a neoddělitelného sepětí inkorporovaného práva s touto

210 Dřívější znění odstavce 3 § 1 ZCP možnost zaknihování těchto cenných papírů přímo vylučovalo tím, že taxativně vymezovalo, které cenné papíry mohou existovat v zaknihované podobě. Těmito cennými papíry byly akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny a kupóny.

211 § 176 ObchZ.

212 Čl. 3, odst. 3 ZPKT.

213 Elek, Š.: Právní podstata cenných papírů, Právník, 10/2001, str. 1052.

214 Tamtéž, str. 1049.

215 „*Jest-li jisté právo s listinou – obsah jeho naznačující – takovým způsobem sloučeno, že právem toliko prostředkem listiny vládnouti možno jest, tudíž zcizení a jakýkoli výkon práva jedině listinou se zprostředkuje, mluvíme o cenných papírech.*“ (Randa, A., O cenných

listinou.²¹⁶ Česká právní teorie zcela opomíjí význam materiálního prvku cenného papíru, tj. práv spojených s cenným papírem. V teoretické rovině způsobuje tento přístup zásadní problémy při podrobném vymezení obsahu pojmu zaknihovaného cenného papíru, neboť zde formální substrát v podobě hmotného nosiče zcela chybí. Tím se výše uvedená obecná definice cenného papíru stává nepoužitelnou pro vymezení zaknihovaného cenného papíru, protože základní konstitutivní prvek této definice spočívající v existenci hmotného nosiče u dematerializovaných cenných papírů zcela absentuje. Jedinou cestou z této slepé uličky je teorie založená na fikci považující elektronický záznam v příslušné evidenci za hmotný nosič cenného papíru.²¹⁷ Tato teorie sice inkorporuje existující zaknihované cenné papíry do širšího pojmu cenných papírů, nijak ovšem nepomůže identifikovat, jaké jiné druhy cenných papírů, než ty výslovně uvedené v ustanovení odstavce 1 § 1 zákona o cenných papírech či v jiných zákonech, by mohly být za cenné papíry, resp. zaknihované cenné papíry, považovány.

Kapitola 2 – Nepřímo držené cenné papíry z hlediska jejich právní funkce a podstaty

Pokud se cenný papír vyskytuje v listinné podobě, má se za to, že závazkové právo s cenným papírem spojené je v této listině inkorporováno. Pokud je cenný papír zaknihovaný, závazkové právo s cenným papírem spojené splývá s nosičem v podobě záznamu v paměti počítače. Hodnota nosiče jako takového je zanedbatelná, neboť jak cena listu papírů a nákladů na vytištění relevantních informací na cenný papír či hodnota místa v paměti počítače nutná pro registraci záznamu o cenném papíru společně s hodnotou programu potřebnou k vyvolání tohoto záznamu z počítačové paměti, jsou nepoměrně menší než hodnota práva s cenným papírem spojená. Hodnota tohoto nosiče však nespočívá v materiální

papírech, obzvláště skripturních obligacích, Právník, 1889, str. 1 an.).

²¹⁶ Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: op. cit. pozn. č. 189, str. 13.

²¹⁷ Dědič, J., a kol.: op. cit. pozn.č. 188, str. 33.

hodnotě tohoto nosiče, ale v hodnotě závazkového práva s cenným papírem spojeného.

Z hlediska právní podstaty bývá cenný papír zásadně definován napříč spektrem nejrozumnějších právních řádů ve vztahu k listině, resp. k hmotnému nosiči, s nímž jsou spojena práva vůči emitentovi. Zmizení listiny jako hmotného nosiče u nepřímo držených cenných papírů nastoluje otázku, zda u těchto cenných papírů rovněž zmizel hmotný nosič cenného papíru či zda tento nosič stále existuje, avšak pouze změnil podobu z listinného na elektronický. Odpověď na tuto otázku s sebou nese závažné právní důsledky: zmizel-li s listinou i hmotný nosič, stává se tradiční definice cenného papíru vycházející z hmotného substrátu cenného papíru nepoužitelnou; nepřímo držený cenný papír není v důsledku toho již cenným papírem, nýbrž pouze jakýmsi cenným oprávněním, na nějž, co se týče dispozic s ním, nelze použít režim movitých věcí.²¹⁸ Naopak existuje-li u nepřímo držených cenných papírů hmotný nosič nadále, byť jen v podobě elektronického záznamu, lze nepřímo držený cenný papír stále považovat za cenný papír v tradičním pojetí, a tudíž i za způsobilý předmět věcných práv.

Jednotlivé právní řády se k řešení uvedeného problému staví protichůdně: zatímco právní řády Velké Británie, Spojených států amerických a Švýcarska považují transformaci cenného papíru do podoby nepřímo drženého cenného papíru za kvalitativní změnu právní podstaty cenného papíru vyžadující zcela nový přístup k fenoménu nepřímo držených cenných papírů v souladu s ekonomickou realitou, jiné právní řády, jako je například právní řád francouzský, rakouský či německý, postupují zcela opačně a snaží se přizpůsobit realitu právu, tzn. „naroubovat“ nový fenomén nepřímo držených cenných papírů do existujících doktrinárních forem, jež byly používány pro listinné cenné papíry.²¹⁹ Tím si sice zákonodárce

218 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 22; Crone, C. von der, Kessler, F. J., Gersbach, A., Zákon o úschově cenných papírů, návrh a komentář švýcarské bankovní asociace („*Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG), Entwurf und Kommentar an die Schweizerische Bankiervereinigung*“), 6. ledna 2003, str. 11.

219 Na jakémsi obrazném pomezí těchto dvou přístupů stojí belgické a lucemburské právo, jež se jednoznačně nepřiklání ani jedním ani druhým směrem.

v těchto právních řádech ulehčí práci, neboť nemusí vyvířet nová pravidla pro nepřímé držení cenných papírů, otázkou však zůstává, zda tento přístup poskytuje dostatečnou jistotu adresátům právních norem, jež s těmito cennými papíry operují.

Základní funkcí listinného cenného papíru je funkce transportní, resp. převodní.²²⁰ Listinný cenný papír díky své podobě hmotného prostorově ohraničeného předmětu, jež lze v prostoru snadno přemísťovat, umožňuje transport práva s ním spojeného z místa na místo, resp. z rukou jedné osoby do rukou osoby druhé. Tím zároveň způsobuje převod práva s ním spojeného z jedné osoby na druhou.²²¹ Vedle této základní funkce mají listinné cenné papíry neméně důležitou funkci průkazní, tzn. že představují důkazní prostředek, jímž lze prokázat existenci závazkového právního vztahu, jež je s nimi spojený. Obecně sice může jako důkazní prostředek k prokázání právně relevantních skutečností v rámci procesního práva sloužit jakákoli soukromoprávní listina, nicméně u listinných cenných papírů na majitele je tato průkazní funkce posílena v tom, že listina, jež slouží jako nosič cenného papíru, je jediným prostředkem, kterým lze prokázat existenci závazkového právního vztahu s cenným papírem spojeného. Obecná soukromoprávní listina, jež není cenným papírem, může být na rozdíl od cenného papíru nahrazena „*prostředky jinými, zejména svědky jakož i výpovědi stran; není tudíž pro právní poměr, jehož se týká zásadně nenahraditelnou.*“²²² Naopak listinný cenný papír se stává pro existenci závazkového právního vztahu, jež je s ním spojený, nenahraditelný; v případě, že dojde ke ztrátě či zániku takového cenného papíru, jediný způsob, jak lze cenný papír rekonstituovat, a tím

²²⁰ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 6-7.

²²¹ Uvedené tvrzení se vztahuje pouze na převod, nikoli na rovněž na zajišťovací dispozice, neboť fyzické předání listinných cenných papírů z rukou dlužníka do rukou zástavního věřitele obvykle nezpůsobí paralelní změnu osoby oprávněné z práv spojených s takto zastaveným listinným cenným papírem; oprávněným z práv na výnos z cenného papíru či eventuálně z hlasovacích práv zůstává, není-li sjednáno jinak, zásadně dlužník. Toto tvrzení rovněž nelze použít na cenné papíry na jméno, neboť převod práv spojených s cenným papírem na jméno nenastává okamžikem fyzického předání cenného papíru, ale až zápisem v příslušném seznamu držitelů těchto cenných papírů vedeného emitentem.

²²² Hermann-Otavský in Rouček, F., Sedláček, J.: Komentář k Československému obecnému zákoníku občanskému, Nakladatelství Linhart, 1937, Praha, str. 140.

pádem zachovat právní vztah s cenným papírem spojený, je umoření takového cenného papíru. Legitimační funkce pak není ničím jiným, než praktickou reflexí průkazní funkce cenného papíru. Díky tomu, že cenný papír je „nenahraditelnou“ listinou, umožňuje jeho majiteli prokázat nade vší pochybnost oprávněnost jeho nároků vyplývajících z cenného papíru vůči emitentovi; ze stejného důvodu se emitent může bez obav liberovat ze svých závazků plněním vůči osobě, jež jí listinný cenný papír předloží.

Nepřímo držený cenný papír transportní funkci listinného cenného papíru zcela ztrácí: u imobilizovaných cenných papírů absenci této funkce indikuje, již samotný název těchto cenných papírů, neboť primárním účelem imobilizace je právě zbavení cenného papíru jeho transportní funkce. Nepřímo držený cenný papír jako elektronický záznam v evidenci vedené prostředníkem je pouhou informací zaznamenanou v paměti počítače, jež je smysly vnímatelná přes obrazovku tohoto počítače. Je-li nepřímo držený cenný papír převeden z účtu u jednoho prostředníka na účet k jinému prostředníkovi, první prostředník příslušný záznam na účtu vymaže – uvedený záznam v důsledku toho zanikne – a zároveň dá signál prostředníkovi nabyvatele k provedení změny v jeho elektronické evidenci, kde je vytvořen záznam nový, resp. změněn existující záznam o počtu nepřímo držených cenných papírů. V žádném okamžiku však nedochází k transportu jakéhokoli hmotného předmětu či nehmotného elektronického souboru, jehož identita by byla na obou zmíněných účtech stejná. Ač je teoreticky představitelné, aby nepřímo držený cenný papír existoval v podobě datového souboru uloženého v paměti počítače, který by bylo možno elektronicky převést do paměti počítače konečného majitele či jeho prostředníka tak, aby tento konečný majitel tento papír měl „u sebe“ pod svou přímou kontrolou, toto řešení se v žádném ze známých právních řádů neuplatňuje.²²³ Vzhledem k vnímatelnosti informace o existenci nepřímo drženého cenného papíru pouze v evidenci vedené

²²³ Důvod absence tohoto řešení je poměrně prostý: v současné době neexistuje žádný natolik bezpečný šifrovací program, který by zajistil nemožnost „zkopírování“ datového souboru představující takovýto virtuální cenný papír a následného volného vytváření nekonečného počtu takto „klonovaných“ cenných papírů.

prostředníka postrádá nepřímo držený cenný papír jak funkci průkazní, tak i legitimační. Tištěná reprodukce této elektronické informace, jež by se dala transportovat, a již by se majitel mohl u emitenta fyzicky prokázat, sice možná je, žádný ze zkoumaných právních řádů však takovému potvrzení o stavu účtu majitele u prostředníka nepropůjčuje statut obdobný statutu listinného cenného papíru. V důsledku těchto skutečností řada právních řádů, jejichž koncepce cenného papíru je založena na hmotném nosiči cenného papíru či přímo na listině, je nucena konstatovat, že nepřímo držený cenný papír v podobě elektronického záznamu v evidenci vedené prostředníkem není cenným papírem, ale pouze cenným právem.²²⁴

Cenné právo²²⁵ lze i při absenci obecné legální definice vymezit jako „*cenný papír bez nosiče*“, či autonomní právo vůči emitentovi či prostředníkovi. Absence hmotného nosiče, a v důsledku toho nemožnost kvalifikace takového práva jako cenného papíru podřízenému dispozičnímu režimu věcí movitých, způsobuje, že cenné právo je považováno za „*obyčejnou pohledávku*“. Takovouto pohledávku nelze převádět zjednodušeným způsobem podle věcněprávního režimu, nýbrž v transakčně nákladnějším režimu cese pohledávek.²²⁶ Uvedená transformace cenných papírů do režimu pohledávek v důsledku „*odhmotnění*“ cenných papírů by ovšem měla neblahé důsledky pro organizované trhy s cennými papíry. Cenný papír v podobě pohledávky by totiž nebylo možno převést bez dalšího pouhou změnou v elektronické evidenci vedené prostředníkem, nýbrž by muselo dojít k provedení úkonů nutných k uskutečnění cese takové pohledávky. Z hlediska fungování kapitálových trhů existuje proto eminentní zájem na tom, aby co nejvíce nepřímo držených cenných papírů bez ohledu na to, zda jsou z právního hlediska pouze cennými právy, mohlo být převáděno bez dalšího převodem z účtu na účet, tedy, aby se nepřímo držený cenný papír byl objektem mající převodní funkci stejně jako listinný cenný papír.

224 Například švýcarský právní řád, německý právní řád či lucemburský právní řád.

225 V něm.: „*Wertrecht*.“

226 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 21; Crone, C. von der, Kessler, F. J., Gersbach, A.: op. cit. pozn. č. 218, str. 11.

Jisté směry právní doktríny se proto pokouší dovodit existenci transportní funkce i u určitých nepřímo držených cenných papírů kvalifikovaných jako pouhé pohledávky, jež nesplňují kritéria listinného cenného papíru, aby byla umožněna rychlá cirkulace těchto závazků bez nutnosti použití obecného mechanismu cese pohledávek. Podle německé teorie „*dluhu a ručení*,”²²⁷ lze konstitutivní prvky závazku *stavět do protikladu a pojímat závazek na jedné straně jako „pouto” (obligatio, Haftung) a na druhé straně jako „majetek” (debitum, Schuld).*²²⁸ Tak činí rovněž někteří současní francouzští teoretici inspirovaní zmíněnou německou teorií „*Schuld und Haftung*“, kteří rozlišují „*povinnost nahlíženou jako pouto*“ a „*povinnost nahlíženou jako majetek*.”²²⁹ Syntéza tohoto pohledu na právní povahu závazku ve francouzském a německém právu²³⁰ naznačuje, že „*některé povinnosti nelze považovat za majetek, zvláště pokud jsou příliš osobního charakteru. A jestliže všechny povinnosti představují pouto, určité závazky, jenž jsou zvláště určeny k oběhu, mohou být naopak za majetek považovány.*”²³¹ Toto majetkové pojetí nahlíží na závazek jako na prvek jmění s vlastní hodnotou, jež musí figurovat v aktivech, respektive v pasivech věřitele a dlužníka. V důsledku toho určité závazky nejsou chápány jako úkon vyplývající z osoby dlužníka, ale jako výsledek ekonomické aktivity této osoby. „*Takto vybaven vlastní existencí závazek představuje majetek, který jako takový musí být způsobilý postoupení a převodu jak aktivně, tak pasivně, aniž by tomu osoba věřitele či dlužníka mohla zabránit. Tento majetkový rozměr závazku zcela dominuje v současné ekonomice, jejímž základním hnacím motorem je právě dluh.*”²³² Navíc hodnota závazkových práv spojených s cennými papíry je na rozdíl od ostatních závazků vždy pozitivní

227 V něm.: „*Schuld und Haftung*.”

228 Fabre-Magnan, M.: *Les obligations*, 1. vydání, Presses Universitaires Françaises, 2004, Paris, str. 18

229 Sérioux, A.: *Droit des obligations* (Collection Droit fondamental), PUF, 2e éd., 1999, Paris, str. 577 a 737.

230 Krampe, Ch., *L'obligation comme bien, droit français et allemand*, in *L'obligation*, Arch. Phil. dr., Dalloz, 2000, str. 205.

231 Fabre-Magnan, M.: op. cit. pozn. č. 228, str. 18.

232 Gjudara, S., „*Dette*” in *Dictionnaire de la culture juridique*, sous la direction de Denis Alland et Stéphane Rials, Quadrige/Lamy-PUF, 1. vydání, 2004, Paris, str. 372.

nebo alespoň rovna nule, a v porovnání s jinými finančními závazky je (podobně jako u věcí) stabilnější.²³³

Aby se z cenného práva stal opět cenný papír s transportní, resp. převodní, funkcí je třeba určité další právní skutečnosti, jež by cenné právo jako běžnou pohledávku převoditelnou postoupením opět vyzdvihla mezi ty předměty soukromoprávních vztahů, s nimiž lze právně disponovat stejně jednoduše jako s věcmi movitými. Převodní funkce spočívající ve schopnosti cenného papíru zajistit převedení závazkového práva s cenným papírem spojeného bez nutnosti splnění náležitostí cese pohledávky totiž nevyplývá z hmotné podstaty nosiče. Stejně jako v devatenáctém století existovaly listinné cenné papíry bez toho, aby jejich předáním došlo k paralelnímu převodu práva s ním spojeného²³⁴ - tato funkce musela být těmto cenným papírům přiznána objektivním právem, ať už na základě soudních precedentů či zákonných ustanovení - ztratil v současné době nepřímo držený cenný papír svůj listinný substrát a s ním i transportní funkci. Aby tuto transportní funkci opět získal, musí to být opět objektivní právo, které tomuto cennému papíru přizná transportní funkci zpět.

Na základě výše uvedené analýzy lze nepřímo držený cenný vymezit jako autonomní pohledávku vůči emitentovi či prostředníkovi s investičním účelem evidovatelnou na účtu cenných papírů, jíž právo umožňuje, aby mohla být převedena z osoby na osobu změnou záznamu na tomto účtu, a to i od osoby, jež není oprávněnou z této pohledávky. Díky učiněnému funkčnímu vymezení nepřímo držených cenných papírů je možno přistoupit ke konkrétní specifikaci objektů, jež tvoří kategorii nepřímo držených cenných papírů, a to nejdříve negativním způsobem a poté způsobem pozitivním.

233 Nicméně hodnota jednotlivých cenných papírů – finančních nástrojů nemá stejnou stabilitu: například hodnota finančních warrantů je mnohem volatilnější než hodnota státních dluhopisů ekonomicky vyspělých států.

234 Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 25 a 38.

(1) *Nejsou nepřímo drženými cennými papíry: deriváty*

Finanční nástroje, jež nejsou cennými papíry, jsou představovány především deriváty. Deriváty slouží především k obchodování s finančním rizikem za účelem spekulacím či zajišťovacím, tj. k využívání fluktuace hodnot podkladových aktiv či indexů či k ochraně před těmito fluktuacemi.²³⁵ Nicméně teoreticky nelze vyloučit použití derivátů za účelem střednědobého či dlouhodobého uložení finančních prostředků, a to přesto, že relativně velká volatilita těchto nástrojů a nutnost uskutečňovat velké množství transakcí za relativně krátkou dobu, zejména v případě obchodování za spekulacím účelem, vyžaduje mnohem větší aktivní účast „majitele“ derivátu na jeho „řízení“, než v případě investičních cenných papírů. V tomto směru se však funkce derivátů může do jisté míry krýt s funkcí nepřímo držených cenných papírů.

Ekonomická teorie považuje za derivát nástroj vykazující následující znaky: „(i) *hodnota instrumentu se mění v závislosti na změně hodnoty nějakého podkladového aktiva*, (ii) *instrument nevyžaduje žádnou nebo minimální počáteční investici*, (iii) *instrument je vypořádáván k budoucnosti*.“²³⁶ Z funkčního právního pohledu můžeme derivát definovat jako „*smluvní vztah zakotvující vznik práv a povinností tak, aby kritéria výše uvedeného instrumentu byla splněna*.“²³⁷ Rozdělení derivátů na opce, futures, swapy, finanční rozdílové smlouvy a nástroje pro přenos úvěrového rizika, jak je uvedeno například ve směrnici o trzích s finančními nástroji, odráží rozdíly vycházející z klasifikace různých typů derivátů. Z hlediska funkčního (a i regulatorního) se deriváty ovšem dělí podle jiných kritérií, jimiž jsou například (i) povaha podkladového aktiva, zejména, zda jde o finanční aktivum či komoditu, údaj či jinou okolnost, (ii) způsob obchodování s derivátem a jeho vypořádání, (iii) způsob výpočtu hodnoty derivátu a či (iv) způsob obchodování.²³⁸ Příklady derivátů v právních předpisech najdeme

²³⁵ Dědič, J. a kol.: op. cit. pozn. č. 188, str. 216.

²³⁶ Sedláček, T.: Finanční a komoditní derivát, Právní rádce, 7/2004, str. 45.

²³⁷ Tamtéž.

²³⁸ Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi, GRADA Publishing, 2005, str. 18-19.

především v již zmíněné směrnici o trzích s finančními nástroji.²³⁹ Deriváty na sebe mohou brát formu dvoustranných právních vztahů (smlouvy) či jednostranných právních úkonů. Deriváty, jež ve světle právního pohledu na sebe berou podobu dvoustranných právních vztahů, jsou především forwardy, futures a swapy. Jednostrannými právními úkony jsou opce, ať už v podobě časově omezené neodvolatelné nabídky koupě a odpovídajícímu právu tuto nabídku přijmout (put opce), či časově omezené neodvolatelné nabídky prodeje a odpovídajícímu právu tuto nabídku přijmout (call opce).²⁴⁰

Základní rozdíl mezi investičními cennými papíry, a finančními nástroji, jež nejsou cennými papíry, tj. deriváty, spočívá ve skutečnosti, že investiční cenné papíry jsou vždy aktivem jejich majitelů, neboť jejich hodnota je vždy větší nebo rovna nule. To vyplývá ze skutečnosti, že majitelé investičních cenných papírů mají na základě těchto instrumentů právo na výnos či právo podílet se na řízení společnosti a obecně neručí za závazky entit, ke kterým se tyto instrumenty

239 Příloha I, oddíl C, směrnice o trzích s finančními nástroji:

4) Opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se cenných papírů, měn, úrokových sazeb či výnosů nebo jiné derivátové nástroje, finanční indexy nebo finanční míry, které lze vypořádat fyzicky nebo v hotovosti.

5) Opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které musejí být vypořádány v hotovosti nebo mohou být vypořádány v hotovosti na žádost jedné ze stran (jinak než v případě neplnění nebo z jiného důvodu ukončení).

6) Opce, futures, swapy a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které lze vypořádat fyzicky za předpokladu, že jsou obchodovány na regulovaném trhu nebo MTF.

7) Opce, futures, swapy, forwardy a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které lze vypořádat fyzicky, neuvedené jinak v oddíle C odstavci 6 a neurčené k obchodním účelům, které mají znaky jiných derivátových finančních nástrojů, mimo jiné s ohledem na to, zda jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím uznávaných zúčtovacích středisek nebo pomocí výzvy k dodatkové úhradě.

8) Derivátové nástroje k převodu úvěrového rizika.

9) Finanční rozdílové smlouvy.

10) Opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se klimatických proměnných, sazeb přepravného, povolenek na emise nebo měr inflace či jiných oficiálních ekonomických statistických údajů, které musejí být vypořádány v hotovosti nebo mohou být vypořádány v hotovosti na žádost jedné ze stran (jinak než v případě neplnění nebo z důvodu jiného ukončení), i další derivátové smlouvy týkající se majetku, práv, závazků, indexů a měr neuvedených jinde v tomto oddílu, které mají znaky jiných derivátových finančních nástrojů, mimo jiné s ohledem na to, zda jsou obchodovány na regulovaném trhu nebo MTF, zúčtovány a vypořádány prostřednictvím uznávaných zúčtovacích středisek nebo pomocí výzvy k dodatkové úhradě.

vztahují. Naproti tomu deriváty poskytují osobám, jež jsou z nich oprávněné, pouze možnost či povinnost po předem vymezenou dobu koupit či prodat určitý nástroj za určenou cenu.²⁴¹ Hodnota derivátů může v závislosti na vývoji ceny podkladového aktiva, být vyšší či nižší než nula, tzn. představovat pro jejich „majitele“ buď pohledávku či závazek; bude-li hodnota derivátu záporná bude jejich „majitel“ nucen zpravidla prostřednictvím výzvy k dodatečnému zajištění (tzv. margin call) takto vzniklý závazek uhradit.²⁴² Existence takovýchto synallagmatických závazků, jež může na sebe brát jak podobu pohledávky, tak podobu dluhu, byť eventuelního, v podstatě znemožňuje jejich zjednodušený převod či postoupení na jinou osobu, tj. převod či postoupení bez souhlasu druhé strany jako věřitele.

Krom toho u některých – zejména dvoustranných – derivátů, jako jsou například futures či swaps, je osobní postavení protistrany, především její kreditní riziko, zásadním charakteristickým znakem takové smlouvy.²⁴³ I kdyby proto daný závazek vyplývající z derivátu měl podobu pohledávky, nebude možné tuto pohledávku převést na jinou osobu, a to ani cesí, neboť pohledávky osobního charakteru nejsou obvykle *ex lege* převoditelné. Dispozice s právy z derivátových vztahů tak lze provádět pouze uzavřením transakce opačného charakteru a započtením vzájemných pohledávek a závazků. Osobní charakter takovéto pohledávky rovněž vylučuje její zastupitelnost. Aby derivát mohl být považován za nepřímo držený cenný papír, je třeba, aby byl převoditelný pouhou změnou v záznamu v evidenci. To však vyžaduje, aby závazkové právo s ním spojené bylo autonomní charakteru, tj. aby nebylo závislé na osobním charakteru osoby, jež je jeho subjektem, například na jejím úvěrovém hodnocení.

²⁴⁰ Děrgel, M.: Deriváty v praxi, Účetnictví v Praxi, ASPI 2002, č. 4 (ASPI č. LIT19513CZ), str. 20 an.

²⁴¹ Neuville, S.: Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires Françaises, 2005, Paris, str. 189.

²⁴² Conin, S., Schaffner, J.: Les titres et instruments financiers innomés – aspects juridiques et fiscaux, in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier, str. 1423.

²⁴³ Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1289.

Subjektu, jenž uzavřel derivátový obchod, který lze charakterizovat jako dvoustranný úkon, tj. forward, future či swap, vznikají vůči protistraně subjektivní závazková práva relativní povahy: potenciálně se může jednat jak o pohledávku, tak o dluh v závislosti na vývoji trhu. Konečné rozhodnutí v tomto směru přinese vždy až výsledek závěrečného vyrovnání zisků a ztrát. Na rozdíl od cenných papírů mohou deriváty uvalovat na osoby, jež je uzavřely, kromě práv i závazky. Práva vyplývající z derivátů tak sice jsou subjektivními právy, avšak ne vždy pouze pohledávkami; pokud jsou pohledávkami, ne vždy jsou převoditelnými pohledávkami neosobního charakteru. Dalším z důvodů, proč nepřímá držba nepřichází u derivátů v úvahu je skutečnost, že derivátové obchody se mezi stranami typicky vypořádávají závěrečným vyrovnáním zisků a ztrát, čímž práva a povinnosti z derivátových vztahů – s výjimkou konečného závazku či pohledávky – zanikají. V důsledku toho zpravidla nedochází k dodání podkladových aktiv, např. cenných papírů, a tudíž ani pozice účastníků, ani podkladová aktiva nejsou připisována či odepisována z účtů cenných papírů.²⁴⁴ Z těchto důvodů nepředstavují deriváty, zejména futures, forwardy a swapy, nástroje, jež by bylo možno považovat za způsobilé předměty nepřímé držby.

Naopak opce, jež jsou jednostranným právním úkonem, mohou představovat pouze pohledávku, neboť pro osobu, jež je z opce oprávněná, právo z opce nemůže generovat dluh: v případě příznivého vývoje na trhu se opce stane pro oprávněného pohledávkou; v případě nepříznivého vývoje nebude opce oprávněným uplatněna a její hodnota bude tedy pro oprávněného nulová. Opce bývají často zastupitelné a bývají vydávány a obchodovány ve velkém, přičemž strany „nakupují“ více opcí často i opačných. Vzniklé pohledávky a závazky jsou obvykle vypořádávány započtením, ať už prostřednictvím ústřední protistrany, která stejně jako v případě futures vstupuje mezi obě strany transakce či v případě OTC obchodu započtením přímo mezi stranami. Krom toho v případě, že se opce

²⁴⁴ Komentář vlády Spojených států amerických – Poznámky o derivátech obchodovaných na organizovaných trzích a mimo tyto trhy („*Comments by the Government of the United States of America - Observations on Exchange-Traded and Over-the-Counter Derivatives*“), UNIDROIT, Studie LXXVIII – Doc. 45 (g), 6/15. listopadu 2010, str. 1.

obchoduje na organizovaném trhu, a mezi smluvní strany vstupuje centrální protistrana, není ani možné pohledávky či závazky z derivátových smluv postupovat. V důsledku toho je pro strany ekonomicky výhodnější v případě potřeby zprostit se závazků z derivátové smlouvy uzavřením smlouvy s opačným účelem. Tento způsob je z hlediska transakčních nákladů výhodnější i pro centrální protistranu, neboť ověřování osoby, na kterou byly pohledávky či závazky z derivátové smlouvy postoupeny by bylo jak časově, tak finančně neúnosné. V této perspektivě vyvstává otázka, zda opce splňují podmínku převoditelnosti z jedné osoby na druhou pouhou změnou záznamu na účtu cenných papírů, a zda tedy mohou být považovány za nástroje způsobilé být nepřímo drženými cennými papíry. Ač ohledně (ne)způsobilosti opcí být předmětem nepřímé držby nepanuje shoda, lze se na základě odlišnosti od finančních warrantů domnívat, že opce mohou sice být nepřímo drženými cennými papíry, ale k nepřímé držbě nejsou vhodné.

Finanční warranty, jež je nutno striktně odlišovat od warrantů zbožových, je možno definovat jako potvrzení o smlouvě či jednostranné prohlášení, na základě něhož nabyvatel warrantu získává za určitou cenu od emitenta warrantu: (i) právo koupit či prodat určitý počet podkladového aktiv za určitou cenu v určitý okamžik či do určitého okamžiku či alternativně (ii) právo na získání peněžního plnění odpovídajícího aktuální tržní ceně podkladového aktiva a ceně uvedené v emisních podmínkách daného warrantu za předpokladu, že tento rozdíl je pozitivní.²⁴⁵ Právo, jež je spojeno s finančním warrantem, tj. právo koupit či prodat cenný papír či právo na peněžní plnění, je co do své povahy totožné s právem koupit (call opce) či prodat (put opce) podkladové aktivum jako v případě opčních derivátů: jedná se tedy o právo závazkové.

Na rozdíl od derivátů, které jak bylo uvedeno výše jsou smlouvami, z nichž potenciálně vyplývají pro strany jak práva, tak závazky, hodnota finančního warrantu je vždy rovna či vyšší než nula. Závazkové právo s finančním warrantem

²⁴⁵ Nizard, F.: op. cit. pozn. č. 184, str. 59.

spojené bude proto vždy představovat právo či pohledávku. Tím se warrant podobá akcii, jejíž hodnota rovněž nemůže nikdy být záporná; od akcie se warrant nicméně liší v tom, že „*cena warrantu není závislá na nabídce nebo poptávce, ale je odvozena od aktuální hodnoty podkladového aktiva*“;²⁴⁶ krom toho u tzv. americké verze warrantu, tj. warrantu, jenž může být uplatněn, kdykoli do okamžiku splatnosti, je hodnota warrantu na rozdíl od akcie závislá v čase, neboť čím blíže splatnosti, tím je jeho hodnota nižší, až se v okamžiku splatnosti rovná nule. Ekonomický účel finančního warrantu je zejména investiční – ač může sloužit rovněž ke spekulacím účelům – , což potvrzuje jeho zařazení mezi finanční nástroje. Vzhledem k tomu, že jeho hodnota je vždy vyšší než nula nebo rovna nule, a tudíž představuje vždy pohledávku a nikoli závazek, je warrant funkčně podobnější investičnímu cennému papíru než „čistému“ finančnímu nástroji.

Díky uvedeným vlastnostem je warrant na rozdíl od derivátů rovněž převoditelný mezi stranami a umožňuje oběh pohledávky, jež je s ním spojena. Zatímco opci obvykle nelze postoupit přímo z jedné osoby na druhou - lze pouze uzavřít opční derivát opačného charakteru a jejich následným započtením prostřednictvím centrální protistrany docílit zániku původního závazku - , právo na koupi či prodej podkladového aktiva spojené s finančním warrantem, lze převést přímo z jednoho subjektu na druhý odepsáním daného warrantu z účtu cenných papírů jednoho subjektu a připsáním tohoto warrantu na účet cenných papírů jiného subjektu, aniž by byl jakkoli dotčen obsah práva koupit či prodat podkladové aktivum. Finanční warrant tak umožňuje cirkulaci opčních práv bez nutnosti splnění podmínek spojených s převodem pohledávek podle obecných ustanovení soukromého práva o cesi pohledávek. Z těchto důvodů lze finanční warranty zahrnout do kategorie nepřímo držených cenných papírů.²⁴⁷

²⁴⁶ <http://www.patria.cz/FondyDerivaty/Warranty/Popis.html>

²⁴⁷ Komentář ISDA („*Comments by ISDA*“), UNIDROIT, Study LXXVIII – Doc. 37, březen 2006, str. 2.

Ženevská úmluva UNIDROIT²⁴⁸ neumožňuje, aby deriváty, zejména futures, swapy a obecně OTC deriváty, zahrnující především forwardy, byly předmětem nepřímé držby, tj. aby byly předmětem záznamu na účtu cenných papírů a převáděny pouze pomocí změny záznamu na účtech cenných papírů. Obdobně se k tomuto problému staví i některé národní právní řády, jako například Francie,²⁴⁹ Německo,²⁵⁰ Lucembursko²⁵¹ či Velká Británie,²⁵² přičemž tyto právní řády – s výjimkou Velké Británie – nezačleňují mezi nepřímo držené cenné papíry ani opce. Německé právo však mezi nepřímo držené cenné papíry zahrnuje finanční warranty, tj. nástroje inkorporující práva k opcím, jsou-li vydané v podobě hromadných listin.²⁵³ Obdobně jednotný americký zákoník považuje opce vydané osobou provozující systém vypořádání svým členům za finanční aktiva, jež mohou být následně převedena do podoby nepřímo drženého cenného papíru.²⁵⁴

Co se týče českého práva, je okruh nástrojů, jež mohou být cennými papíry, resp. zaknihovanými cennými papíry, v důsledku výše uvedeného formálního pojetí, omezen na uzavřenou skupinu určitých základních typů cenných papírů výslovně za cenné papíry označených, u nichž zákon současně výslovně připouští možnost zaknihování v zákonem předvídané evidenci. Na druhou stranu zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví, že předmětem elektronické evidence může být nejen zaknihovaný cenný papír, ale i investiční nástroj.

Zatímco pojem zaknihovaného cenného papíru vychází pouze z české legislativy, pojem investičního nástroje přejala Česká republika jako členský stát EU do své legislativy transpozicí příslušných ustanovení směrnice o investičních službách,

248 Návrh oficiálního komentáře, str. 4; Důvodová zpráva k návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Explanatory report to the Draft Convention on Substantive Rules concerning Intermediated Securities*“), UNIDROIT, CONF. 11 - Doc. 4, únor 2008, str. 9; Komentář ISDA.: op. cit. pozn. č. 248, str. 2.

249 Čl. L211-1 francouzského CMF.

250 Dotazník LCG-EC, str. 7.

251 Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1293 - 1294.

252 Dotazník LCG-EC, str. 45.

253 Tamtéž, str. 7.

254 § 8-103 (e) a § 8-102 (17) UCC.

resp. směrnici o trzích s finančními nástroji a směrnici o zneužívání trhu. Pojem investičního nástroje v sobě zahrnuje jednak relativně koherentní podskupinu investičních cenných papírů sestávající se z akcií, dluhopisů a cenných papírů jím obdobných či je nahrazujících a jednak rozličnější skupinu ostatních nástrojů tvořenou cennými papíry kolektivního investování, nástroji peněžního trhu, nástroji umožňující přenos úvěrového rizika, finančními rozdílovými smlouvami a deriváty, tj. forwardy, futures, swapy a opcemi a nástroji obdobnými.²⁵⁵ V této souvislosti se naskýtá otázka jaké další investiční nástroje mohou být předmětem zápisu v elektronické evidenci investičních nástrojů. Oddělíme-li ze skupiny investičních nástrojů investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování, zbyde skupina nástrojů označovaných jako deriváty.²⁵⁶

Deriváty jako součást investičních nástrojů mohou být součástí samostatné evidence investičních nástrojů: ustanovení odstavce 1 § 93 zákona o podnikání na kapitálovém trhu uvádí mezi předměty způsobilými být předmětem záznamu v evidenci jednak listinné investiční nástroje v úschově a jednak investiční nástroje, jejichž povaha to připouští a jež nejsou ani zaknihovanými cennými papíry kolektivního investování, ani zahrničními investičními nástroji. Zatímco u první skupiny listinných investičních nástrojů se bude jednat o tradiční úschovu fyzických listin, a nepůjde tedy o nepřímou držbu ve smyslu této práce, u druhé skupiny investičních nástrojů není zaknihování zápisem do evidence vyloučeno za předpokladu, že to jejich povaha připouští. Vzhledem k tomu, že úprava evidence investičních cenných papírů v dalších ustanoveních - týkajících se zejména obsahu záznamu v evidenci a účinků převodu změnou záznamu - výslovně umožňuje záznam investičního nástroje v evidenci a převod zaknihovaného investičního nástroje změnou v tomto záznamu a vedle toho zákon o cenných papírech v ustanovení § 8a výslovně dovoluje použití ustanovení o převodu, obstarání a zprostředkování cenných papírů i na investiční nástroje, jež nejsou cennými papíry, je nutno se vážně zabývat otázkou, u kterých investičních

²⁵⁵ § 3, odst. 1 ZPKT

²⁵⁶ § 3, odst. 1, písm. d) až k) ZPKT, jenž transponují body 4 až 10 oddílu C Přílohy 1

nástrojů jejich povaha připouští, aby byly předmětem záznamu na účtu cenných papírů a mohlo s nimi být disponováno pouze prostřednictvím záznamu na účtu, resp. v evidenci.

Vzhledem k absenci legálních kritérií, jež by umožňovaly bližší kvalifikaci derivátů v rámci českého právního řádu a vzhledem k relativní uniformovanosti jednotlivých skupin derivátů na globálních finančních trzích, lze aplikovat výše uvedené obecné závěry ohledně (ne) způsobilosti derivátů být předmětem nepřímé i v českém právním řádu. Předmětem nepřímé držby mohou být ty investiční nástroje, jež existují ve formě autonomních pohledávek a mají zastupitelný charakter, tzn. nejsou osobního charakteru. Ze zaknihovaných investičních nástrojů, jež nejsou zaknihovanými cennými papíry, lze převádět z účtu na účet podle ustanovení odstavců 1 a 2 § 96 zákona o podnikání na kapitálovém trhu finanční warranty, a eventuálně opce, avšak pouze za předpokladu, že splňují podmínky uvedené v předchozí větě. Ovšem, jelikož tyto nástroje nelze z důvodu zmíněného formálního pojetí cenného papíru považovat v českém právu za cenné papíry, a tím pádem ani za zaknihované cenné papíry, nelze umožnit jejich nabytí od nevlastníka podle ustanovení odstavce 3 § 96 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ostatní deriváty nelze považovat za nepřímo držené cenné papíry, neboť je z důvodu jejich smluvní synallagmatické povahy obnášející eventuální závazky v podobě dluhu či pohledávky osobního charakteru není možno považovat za zastupitelné a převádět je bez dalšího pouhou změnou v záznamu v evidenci cenných papírů. V souladu s Piherou „*si sice lze představit, že by byl sjednán derivát, který by vázal např. svůj převod na zápis v zákonné evidenci investičních nástrojů,*“²⁵⁷ nicméně pokud by k takovému převodu došlo, musel by tento převod být proveden paralelně postoupením pohledávky či převzetím dluhu podle příslušných ustanovení občanského a obchodního zákoníku. Přesto, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu umožňuje zaznamenat v samostatné evidenci ty investiční nástroje, jež nejsou cennými

směrnice o trzích s finančními nástroji.

²⁵⁷ Pihera, Vl.: Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu,

papíry a jejichž povaha to umožňuje,²⁵⁸ a zákon o cenných papírech umožňuje použití ustanovení o dispozicích s cennými papíry i na takovéto investiční nástroje,²⁵⁹ nelze záznamy v evidencích o takovýchto investičních nástrojích považovat za záznamy nahrazující tyto investiční nástroje a umožňující dispozici s nimi pouhou změnou tohoto záznamu, nýbrž pouze za záznamy o takovýchto investičních nástrojích; změnou v těchto záznamech nemůže bez dalšího dojít k uskutečnění dispozice s těmito investičními nástroji.

V tomto ohledu lze uzavřít, že způsobilými objekty nepřímé držby nejsou cenné papíry, jež nejsou zároveň finančními nástroji, tj. platební nástroje, jako jsou směnky, šeky či hotovostní peněžní prostředky, či zbožové cenné papíry prokazující splnění smluvních závazků, a rovněž finanční nástroje, jež nejsou zároveň cennými papíry, tj. deriváty, jako například forwardy, futures, swapy či finanční rozdílové smlouvy. Naopak za způsobilé předměty nepřímé držby lze považovat cenné papíry, jež jsou zároveň finančními nástroji, tj. investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování; do této skupiny lze v určitých právních řádech – nikoli však v českém právním řádu – připočítat i finanční warranty a určité druhy opcí.

(2) *Jsou nepřímo drženy cennými papíry: akcie, dluhopisy, cenné papíry kolektivního investování*

Analyzujeme-li povahu práv spojených s cennými papíry, jež jsou zároveň finančními nástroji, lze konstatovat, že se jedná o práva závazková. Způsobilost být předmětem nepřímé držby jako součást cenného papíru mají pak ta závazková práva, u nichž se ze strany majitelů jedná o práva ve formě pohledávky, jimž ze strany emitentů odpovídá povinnost ve formě povinnosti něco dát či určitým způsobem konat ve prospěch majitele daného cenného papíru. Shrneme-li charaktery tří základních práv akcionáře, tj. právo na dividendu, právo na řízení

Právní rozhledy, č. 1/2005, str. 25.

258 § 93, odst. 1, písm. d) ZPKT.

259 § 8a ZCP.

společnosti, ať už v podobě práva podílet se na rozhodování ve společnosti či práva rozhodovat o společnosti, a právo na podíl na likvidačním zůstatku, můžeme všechna základní práva spojená s akcií označit za práva závazková, neboť se jedná o práva na peněžitě plnění či práva penězi ocenitelná, přičemž plnění poskytuje určitý povinný subjekt, zpravidla emitent. Pokud jde o dluhopis, jak právo na splacení dlužné částky, tak právo na výnos z dluhopisu, jsou práva majitele dluhopisu na peněžní plnění vůči společnosti, jež tento dluhopis vydala a neimplikují povinnosti ze strany oprávněné osoby. Práva spojená s dluhopisy jsou proto práva závazkového charakteru mající formu pohledávky. Konečně, co se týče podílových listů v entitách kolektivního investování veškerá práva spojená s podílovými listy ve fondech kolektivního investování bez ohledu na formu těchto fondů jsou rovněž práva závazková stejně jako v případě akcií a dluhopisů. Ve všech případech se tyto závazky sestávají z pohledávky majitele cenného papíru, tj. práva jejíž hodnota je větší či rovna nule a z odpovídající povinnosti příslušné entity tuto pohledávku uspokojit.

Představují-li práva spojená s akciemi, dluhopisy a cennými papíry kolektivního investování pohledávky, bude se zpravidla jednat o pohledávky autonomní, resp. zastupitelné, jež nejsou vázány *intuitu personae* na subjekty, k nimž se vztahují. Například dluhopisy vydané v rámci jedné emise bude možno zaměnit za jiné dluhopisy stejné emise, aniž by se změnila jejich ekonomická hodnota. Aby ovšem mohly být tyto tři typy cenných papírů považovány za nepřímo držené cenné papíry, je třeba, aby jim právo rovněž přiznávalo transportní, resp. převodní funkci.

Přestože uvedené cenné papíry mohou být evidovány na účtu cenných papírů, a tudíž být předmětem nepřímé držby, účinky převodu či jiné dispozice s nimi nemusí nutně nastat pouhým připsáním či odepsáním z účtu cenných papírů. Aby k takovému převodu došlo musí u některých typů zmíněných cenných papírů dojít k naplnění dalších skutečností nezávislých na uskutečnění změny v záznamu na účtu cenných papírů. V některých právních řádech proto nepřímá držba není otevřena těm cenným papírům, s nimiž nelze nakládat pouze pomocí připsání či

odepsání z účtu cenných papírů. To je případ zejména cenných papírů na jméno, u nichž pro uskutečnění jejich převodu nestačí provedení změny v záznamu na účtu cenných papírů, ale je ještě nutno provést změnu v seznamu majitelů cenných papírů vedených společností.²⁶⁰ V důsledku toho některé právní řády vylučují cenné papíry na jméno z okruhu nepřímo držených cenných papírů.

Nicméně v důsledku značného významu, jež tyto cenné papíry na jméno na finančních trzích představují, snaží se právní řády prostřednictvím zvláštních právních režimů, vtáhnout cenné papíry na jméno zpět do infrastruktur jinak určených pro nepřímo držené cenné papíry na majitele. Například francouzské právo se přímo pokouší o zařazení určitých cenných papírů na jméno do obecného dispozičního režimu nepřímo držených cenných papírů vytvořením zvláštní kategorie cenných papírů na jméno, tzv. „*administrovaných cenných papírů na jméno*“,“²⁶¹ u kterých není vyznačeno v seznamu majitelů vedeného emitentem jméno konečného majitele nýbrž jméno prostředníka, jež tento seznam pro emitenta vede. Tyto cenné papíry na jméno lze díky tomu převádět bez dalšího pouhou změnou v záznamu na účtu u tohoto prostředníka, jako by se jednalo o cenné papíry na majitele.²⁶²

Akcie, dluhopisy a podílové listy ve fondech kolektivního investování mohou být v českém právu zaknihovanými cennými papíry *prima facie*, za předpokladu, že jsou vydány jako zastupitelné a evidovány na účtu cenných papírů v některé ze zákonem předvídaných evidencí cenných papírů, resp. investičních nástrojů. Vedle těchto základních typů cenných papírů mohou být zaknihovanými cennými papíry ještě další specifické typy cenných papírů jako jsou kupóny,²⁶³ opční

260 Ve stejné situaci se nacházejí cenné papíry na řad, tj. cenné papíry, jež mohou být převedeny pouze rubopisem, neboť ten může být uskutečněn, pouze pokud je hmotným nosičem listina; aby tedy mohlo dojít k převedení práv spojených s cenným papírem na řad, bylo by třeba kromě učinění změny v záznamu na účtu cenných papírů ještě provést rubopis na listinném cenném papíru reflektovaném příslušným záznamem na účtu cenných papírů.

261 Ve fr.: „*titres nominatifs administrés*.“

262 Více níže v této části, díl třetí, oddíl 2, kapitola 1.

263 § 12 ZCP. Kupónem se rozumí cenný papír sloužící k uplatnění práva na výnos z akcie, zatímního listu, dluhopisu nebo podílového listu.

listy²⁶⁴ a poukázky na akcie;²⁶⁵ zákon o cenných papírech,²⁶⁶ resp. v případě opčních listů a poukázek na akcie obchodní zákoník, tyto typy nástrojů prohlašuje za cenné papíry a tyto cenné papíry mohou být emitentem vydány jako zastupitelné, v kterémžto případě budou splňovat definici zaknihovaných cenných papírů uvedenou v ustanovení § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Krom toho by mohla definici nepřímo drženého cenného papíru uvedenou výše splňovat i určitá samostatně převoditelná práva oddělitelná od akcie,²⁶⁷ neboť tato práva lze evidovat na účtu cenných papírů v některé z předvídaných evidencí investičních nástrojů²⁶⁸ a rovněž převést prostřednictvím změny záznamu na účtu cenných papírů;²⁶⁹ nicméně z důvodu formálního přístupu k vymezení cenných papírů popsaného výše, tj. z důvodu absence zmínky o těchto právech ve výčtu typů cenných papírů uvedených v ustanovení odstavce 1 § 1 ZCP či výslovného označení za cenný papír jiným zákonem, nelze tato práva považovat za cenné papíry, a tím pádem ani za zaknihované cenné papíry ve smyslu ustanovení § 91 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.²⁷⁰ Aby tuto vlastnost dané oddělené samostatné právo získalo, muselo by se stát cenným papírem, tzn. muselo by být spojeno s některým z nástrojů výslovně zákonem označených za cenný papír, jako je například opční list či kupón. Konečně lze za nepřímo držené cenné papíry v českém právním řádu považovat zaknihované akcie na jméno, a to i ty, u nichž emitent v souladu s ustanovením odstavce 2 § 156 obchodního zákoníku ve

²⁶⁴ § 217a ObchZ. Opčním listem se rozumí cenný papír sloužící k uplatnění přednostního práva na úpis nových akcií nebo na získání vyměnitelných či prioritních dluhopisů či na upsání akcií vydávaných majitelům prioritních dluhopisů.

²⁶⁵ § 204b ObchZ. Poukázkou na akcie se rozumí cenný papír nahrazující akcii, pokud společnost zvyšuje základní kapitál upsáním nových akcií, přičemž emisní kurz všech upisovatelem upsaných akcií byl splacen, ale zvýšení základního kapitálu ještě nebylo zapsáno do obchodního rejstříku.

²⁶⁶ § 1, odst. 1 ZCP.

²⁶⁷ Podle ustanovení odstavce 2 § 156a ObchZ lze samostatně převádět právo na vyplacení dividendy, přednostní právo na upisování akcií a vyměnitelných a prioritních dluhopisů a právo na vyplacení podílu na likvidačním zůsttku spojené jinak s akcií.

²⁶⁸ § 94, odst. 2 ZPKT.

²⁶⁹ § 156a, odst. 4 ObchZ ve spojení s § 96 ZPKT.

²⁷⁰ Tato skutečnost má rovněž za následek, že při převedení těchto práv prostřednictvím změny záznamu na účtu cenných papírů se není možno dovolávat možnosti nabytí od „nevlastníka“ v dobré víře.

stanovách neurčil, že seznam akcionářů nahrazuje evidence zaknihovaných cenných papírů.²⁷¹ Byť je nutno k účinnosti dispozice s těmito cennými papíry učinit zápis v seznamu akcionářů vedeného emitentem, osoba, jež platně nabyla tyto zaknihované akcie na jméno se může domáhat výkonu svých akcionářských práv, i když zápis do seznamu akcionářů nebylo (bez přičinění této osoby) provedeno.²⁷²

Oddíl 2 - Nepřímo držené cenné papíry jako objekt soukromoprávních vztahů

Klasifikace nepřímo drženého cenného papíru – definovaného jako autonomní pohledávka s investičním účelem evidovatelná na účtu cenných papírů a převoditelná bez dalšího změnou v záznamu na účtu – do kategorie závazků (či práv) či do kategorie věcí má několik zásadních důsledků pro jeho majitele: je-li nepřímo držený cenný papír považován za závazek či pohledávku, nemůže být zpravidla předmětem věcného práva. „Oprávněný“ z nepřímo drženého cenného papíru, tak má vůči prostředníkovi pouze právo na určité plnění podmíněné jeho solventností. V případě insolvence prostředníka se pohledávka z cenného papíru uspokojí jako jakákoli jiná nezajištěná pohledávka až po uspokojení osob s věcnými právy vůči majetku emitenta. Při převodu cenného papíru klasifikovaného jako pohledávka je nutno splnit obecné náležitosti cese pohledávky, přičemž převod pohledávky v dobré víře od osoby, která z ní není oprávněná, nepřipadá v úvahu. Naopak klasifikujeme-li nepřímo držený cenný papír jako věc, a to věc movitou, může být tento cenný papír předmětem věcných práv, právo majitele vůči tomuto cennému papíru není podmíněno solventností jakékoli jiné osoby a v případě insolvence osoby, jež má majitelův nepřímo držený cenný papír u sebe, je majitel nepřímo drženého cenného papíru uspokojen

²⁷¹ U dluhopisů řeší otázku účinnosti dispozice se zaknihovanými dluhopisy na jméno výslovně § 4, zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, v platném znění. Ustanovení tohoto paragrafu stanoví, že tento seznam vede osoba oprávněná k vedení evidence zaknihovaných cenných papírů, tj. prostředník, a že účinnost dispozice nastává okamžikem provedení zápisu v tomto seznamu, jež musí prostředník provést neprodleně poté, co mu bude tato změna prokázána.

přednostně před ostatními věřiteli této osoby; krom toho, lze cenný papír převádět z účtu na účet bez nutnosti splnit, s výjimkou určitých cenných papírů na jméno, jakékoli další náležitosti. Konečně věcná práva k nepřímo drženému cennému papíru kvalifikovaného jako věc movitá lze získat v dobré víře i od osoby, která jimi nedisponovala. Jelikož však nepřímo držený cenný papír v sobě mísí jak aspekty pohledávky, tak aspekty věci²⁷³ není jeho klasifikace jako předmětu soukromoprávních vztahů v jednotlivých právních řádech identická.

Kapitola 1 - Nepřímo držený cenný papír jako jednotlivá hmotná věc

Pomocí klasických doktrinárních definic se snaží fenomén nepřímo držených cenných papírů definovat francouzské, německé a rakouské právo. Použitím několika právních fikcí tyto právní řády buď přímo prohlašují nepřímo držený cenný papír za věc movitou či na něj de facto aplikují režim věcí movitých, aniž by ho výslovně za věc movitou považovaly. Tím se snaží docílit použití norem týkajících se movitých věcí i na nepřímo držené cenné papíry bez nutnosti vytvářet pro tyto cenné papíry zvláštní ustanovení o vlastnictví, držbě či nakládání s nimi.

Francouzské právo

Francouzské právo bylo jedním z prvních, které provedlo úplnou transformaci všech cenných papírů do nehmotné podoby.²⁷⁴ Elektronizace proběhla veřejnoprávní formou dematerializace, přičemž veškeré cenné papíry byly povinně²⁷⁵ převedeny do zaknihované podoby ve formě záznamu na účtu

²⁷² § 156, odst. 3 ObchZ.

²⁷³ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 35.

²⁷⁴ Čl. 94-II finančního zákona č. 81-1160 z 30. prosince 1981 (nyní článek L211-3 francouzského CMF) vstoupil v platnost 3. listopadu 1984.

²⁷⁵ Čl. 1 dekretu č. 83-359 ze 2. května 1983: „Osmnáct měsíců po datu publikace tohoto dekretu cenné papíry v podobě movitých hodnot mohou existovat pouze ve formě záznamu na účtu.”

cenných papírů.²⁷⁶ Francouzské právo sice dematerializovaný cenný papír výslovně nedefinuje, nicméně stanoví, že cenné papíry jsou představovány záznamem na účtu jejich vlastníka²⁷⁷ a že musejí být evidovány na účtu cenných papírů vedeném buď emitentem nebo prostředníkem;²⁷⁸ dále vypočítává jaké jsou sub-kategorie cenných papírů, tj. kapitálové cenné papíry emitované akciovými společnostmi, včetně tzv. movitých hodnot,²⁷⁹ jimiž se rozumí zastupitelné kapitálové cenné papíry,²⁸⁰ a dluhové cenné papíry, s výjimkou tzv. obchodních efektů a pokladničních poukázek, a konečně podílové listy či akcie fondů kolektivního investování.²⁸¹

Přesto, že úplná dematerializace cenných papírů změnila fyzickou podstatu cenných papírů na pouhý elektronický záznam, francouzská doktrína²⁸² ani jurisprudence²⁸³ nepřehodnotily klasifikaci cenných papírů jako věcí movitých učiněnou na základě listinných cenných papírů. Francouzské právo i nadále považuje zaknihovaný papír ve formě elektronického záznamu na účtu cenných papírů za individualizovanou věc v právním smyslu.²⁸⁴ Jednota názorů ovšem již nepanuje v určení, zda se jedná o věc hmotnou (movitou) či věc nehmotnou.²⁸⁵ Ač v rozporu s objektivní realitou, razí zastánci první teze fikci,²⁸⁶ že záznam na

²⁷⁶ Je poněkud paradoxní, že důvod, jenž vedl francouzského zákonodárce k nařízení povinné dematerializace všech cenných papírů, byl důvod daňový, tzn. zajištění lepší kontroly zdanění výnosů z cenných papírů, a nikoli úspora transakčních nákladů účastníkům kapitálových trhů.

²⁷⁷ Čl. R211-1 francouzského CMF.

²⁷⁸ Čl. L211-3 a R211-1 francouzského CMF.

²⁷⁹ Ve fr. „valeurs mobilières.“

²⁸⁰ Čl. L228-1 francouzského Ccom.

²⁸¹ Čl. L-211.1.II francouzského CMF.

²⁸² Zejména Martin, D. R.: *De la nature corporelle des valeurs mobilières*, Dalloz, 1996, Chr., str. 47.

²⁸³ Cass. com., 22 nov. 1988, Bull. In° 322, str. 216; Cass. com., 23 nov. 1993, Bull. IV, n° 431, str. 313.

²⁸⁴ Maffei, A., *De la nature juridique des titres dématerialisés intermédiés en droit français*, *Revue de droit uniforme*, *Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 242.

²⁸⁵ Nutno rovněž zmínit minoritní názor prezentovaný zejména Frédéricem Nizardem, který dovozuje, že odstraněním listiny jako hmotného nosiče došlo k zániku hmotné podstaty cenného papíru a přeměnu cenného papíru na pohledávku vůči emitentovi.

²⁸⁶ Zejména Martin, D. R.: *op. cit.* pozn. č. 282, str. 47.

účtu cenného papíru je hmotné těleso s vlastní nezávislou existencí, které je díky tomu ve smyslu článku 528 francouzského občanského zákoníku movitou věcí „ze své podstaty.“²⁸⁷ Zastánci druhého názoru objektivní skutečnost, že zaknihovaný papír ve formě záznamu na účtu cenných papírů není hmotné těleso s vlastní nezávislou existencí, uznávají, a charakterizují takový cenný papír zpravidla jako věc nehmotnou.²⁸⁸ Prvně uvedený názor považující cenný papír ve formě elektronického záznamu za individualizovanou věc movitou nicméně ve francouzském právu dominuje, neboť pojem věci nehmotné – na rozdíl od věci movité – francouzské právo výslovně nepoužívá, a ani nemá pravidla pro nakládání s takovými věcmi. Kvalifikace dematerializovaného cenného papíru jako věci movité umožňuje těmto cenným papírům být předmětem věcných práv, včetně práva vlastnického,²⁸⁹ a rovněž využívat režimu movitých věcí, pokud jde o převody či jiné nakládání s nimi. Nicméně vzhledem k tomu, že přímá aplikace režimu movitých věcí na zaknihované cenné papíry působila v praxi problémy, francouzské právo výslovně stanovilo některá zvláštní pravidla pro nakládání s cennými papíry existujícími ve formě záznamu na účtu cenných papírů: tento záznam je individualizován, je výslovně stanoveno, že cenné papíry jsou obchodovatelné²⁹⁰ a v dobré víře převoditelné i od nevlastníka²⁹¹ a že jejich převod se uskutečňuje transferem z účtu na účet.²⁹²

287 Čl. 528 francouzského Code civil: „*Movitými věcmi ze své podstaty jsou zvířata a tělesa, která se mohou přepravovat z jednoho místa na druhé buď silou vlastní či působením síly vnější.*“

288 Nabasque, H. Le, Reygrobelle, A.: L'inscription en compte de valeurs mobilières, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, červenec-srpen 2000, str. 261 an.; Nizard, F., op. cit. pozn. č. 184; Lucas, F.X.: Les transferts temporaires de valeurs mobilières, L.G.D.J., 1997; Lassalas, Ch.: L'inscription en compte des valeurs, la notion de propriété scripturale, L.G.D.J., 1997.

289 Maffei, A.: op. cit. pozn. č. 284, str. 240.

290 Čl. L211-14 francouzského CMF.

291 Čl. L211-16 francouzského CMF.

292 Čl. L211-15 francouzského CMF.

Kapitola 2 – Nepřímý držení cenný papír jako abstraktní souhrn majetkových hodnot a „zvěcnělé“ právo k tomuto souhrnu

Německé a rakouské právo

Ani rakouské, ani německé právo neobsahuje zákonnou definici cenného papíru.²⁹³ Cenný papír je v obou právních řádech definován doktrinárně v duchu Brunnerovy koncepce jako listina inkorporující soukromoprávní majetková práva vůči jejímu emitentovi s oběžnou, průkazní a liberační funkcí.²⁹⁴ Oběžná funkce cenného papíru je zajišťována hmotným nosičem v podobě listiny, jež umožňuje zjednodušené nakládání s cenným papírem a právy s ním spojenými v režimu věcí, takže „*právo z papíru následuje právo k papíru*.“²⁹⁵ Díky tomu „*vlastník listiny je rovněž oprávněným z práv s listinou spojených*.“²⁹⁶ Průkazní funkce listiny způsobuje, že bez předložení listiny se oprávněný z cenného papíru nemůže domoci plnění, které mu je cenným papírem přiznáno. Zároveň – z pohledu liberační funkce – se emitent bez předložení listiny nezproští závazku z cenného papíru,²⁹⁷ neboť „*bez papíru není plnění*.“²⁹⁸ Vzhledem k tomu, že listina dává právu v něm inkorporovaném hmotně ohraničitelnou a smysly vnímatelnou formu²⁹⁹ kvalifikuje německé a rakouské právo listinný cenný papír jako věc,³⁰⁰

293 Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: Wechselgesetz, Scheckgesetz, Recht der kartengestützten Zahlungen, 23. vydání, 2008, C.H. Beck Verlag, Mnichov, str. 4 a 8; Dotazník LCG-EU, str. 27.

294 Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 10-11; Holzhammer, R.: Allgemeines Handelsrecht und Wertpapier Recht, 8. vydání, 1998, Springer Verlag, Vídeň, str. 286.

295 V něm.: „*Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier*.“

296 Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 265; Holzhammer, R.: op. cit. pozn. č. 294, str. 283.

297 Holzhammer, R.: op. cit. pozn. č. 294, str. 283.

298 V něm.: „*Ohne Papier keine Leistung*.“

299 Ellenberger in Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch – Beckische Kurzkommentare, 68. vydání, 2009, C.H. Beck Verlag, str. 64; rovněž Seiler H.H. in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Kniha první, 2004, C.H. Beck Verlag, Mnichov, str. 6 a 31; Spielbüchler in Rummel, P., Kommentar zum Allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuch, 2. vydání, 1990, Vídeň, str. 323.

300 Seiler H.H.: op. cit. pozn. č. 299, str. 31.

a to věc movitou.³⁰¹ Díky tomu umožňuje uplatnit na dispozice s cenným papírem režim věcí movitých, včetně možnosti převodu držby tradicí a nabytí věci v dobré víře od nevlastníka.³⁰²

Elektronizace listinných cenných papírů proběhla v Německu ve vztahu k cenným papírům emitovaným soukromými subjekty formou imobilizace; ve vztahu k cenným papírům emitovaným veřejnými subjekty, zejména pak Spolkem a jednotlivými státy Spolku, formou zákonné dematerializace. Pro prvně uvedenou oblast je základní normou německý zákon o úschově cenných papírů z roku 1937,³⁰³ jež s drobnými modifikacemi převzalo i Rakousko,³⁰⁴ pro posléze uvedenou oblast zákony o zadlužení Spolku³⁰⁵ a o zadlužení jednotlivých států Spolku.³⁰⁶ Přes existenci těchto zvláštních úprav reagujících na nové fenomény v oblasti nakládání s cennými papíry se německé i rakouské právo vypořádává s nepřímo drženými cennými papíry velmi obtížně.³⁰⁷ Ocitne-li se cenný papír

301 Holzhammer, R.: op. cit. pozn. č. 294, str. 283.

302 Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op.cit. pozn. č. 293, str. 44; Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 265; Holzhammer, R.: op. cit. pozn. č. 294, str. 283.

303 Zákon o úschově a nabytí cenných papírů („*Depotgesetz*“) ze dne 3. února 1937, RGBL. I. S171 (účinný od 1. května 1937), v platném znění (dále jen německý DepotG).

304 Spolkový zákon o úschově a nabytí cenných papírů („*Depotgesetz*“) ze dne 22. října 1969, BGBl. Nr. 424/1969, (účinný od 1. ledna 1970) v platném znění (dále jen rakouský DepotG). Tento zákon sice formálně nahradil německý Depotgesetz z roku 1937 zmíněný v předchozí poznámce, nicméně materiálně doznal jen velmi malých změn, takže se od svého německého předchůdce liší jen nepatrně.

305 Zákon o zadlužení spolku („*Bundesschuldenwesengesetz*“) z 12. července 2006, BGBl. I 1466 (dále jen „*BSchuWG*“); zákon o správě cenných papírů Spolku z 11. prosince 2002 („*Bundeswertpapierverwaltungsgesetz*“), BGBl. (2001) I, 3519.

306 Nařízení týkající se správy a odkupu registrovaných dluhopisů německé Říše („*Verordnung über Verwaltung und Anschaffung von Reichsschuldbuchforderungen*“) ze dne 5. ledna 1940, RGBL. (1940) I, 30; Nařízení týkající se nakládání s dluhopisy německé Říše na bankovních a burzovních trzích („*Verordnung über die Behandlung von Anleihen des Deutschen Reiches im Bank- und Börsenverkehr*“) ze dne 31. prosince 1940, RGBL. 1941 I 21 („*Die Zweite Verordnung über die Behandlung von Anleihen des Deutschen Reiches im Bank- und Börsenverkehr*“); Druhé nařízení týkající se nakládání s dluhopisy německé Říše na bankovních a burzovních trzích ze dne 18. dubna 1942, RGBL. (1942) I, 183. Tato nařízení platila i v Rakousku, avšak po druhé světové válce byla nahrazena nařízením o zaknihovaných spolkových pohledávkách („*Bundesschuldbuchverordnung*“) z 13. července 1948 (BGBl 146/1948).

307 Girsberger, D.: Rechte an entmaterialisierten Wertpapieren und Bucheffekten international im Wandel, Recht, 2003, No 1, str. 36; Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 47.

ve sběrné úschově³⁰⁸ u prostředníka bez ohledu na to, zda byl uschován v podobě hromadné listiny,³⁰⁹ či v případě vládních dluhopisů ve formě hromadné zaknihované pohledávky,³¹⁰ stává se součástí abstraktního souhrnu zastupitelných cenných papírů³¹¹ spravovaného centrálním depozitářem, společností Clearstream Banking AG. Tento abstraktní souhrn majetkových hodnot nelze v německém právu kvalifikovat jako věc v právním smyslu, neboť ta musí mít podle ustanovení § 90 německého občanského zákoníku hmotný charakter, tj. musí být, kromě jiného, prostorově ohraničitelná;³¹² vzhledem k tomu, že na rozdíl od listinných cenných papírů tento znak zmíněný „*abstraktní souhrn*“ postrádá, lze ho nanejvýš zařadit do širší kategorie předmětů v právním smyslu druhého řádu, jež zahrnuje zejména práva a objekty, jež mimo právo nemohou existovat.³¹³ V rakouském právu tento problém nevzniká, neboť pojem věci je v rakouském všeobecném občanském zákoníku širší a odpovídá spíše pojmu předmětu podle německého práva.³¹⁴ To ovšem nic nemění na tom, že tento „*abstraktní souhrn*“ nelze zařadit pod pojem hmotné věci movité ani v rakouském právu. Tím se ovšem v obou zmíněných právních řádech zamezuje použití dispozičního režimu vztahujícího se na věci na nehmotné cenné papíry, což je z hlediska potřeb účastníků trhů s těmito cennými papíry velmi nepraktické. Oba právní řády proto řeší tento problém fiktivní konstrukcí, kdy je ke každému abstraktnímu souhrnu vytvořeno zvláštní poměrné spoluvlastnické právo ve prospěch konečného majitele účtu. Centrální depozitář, Clearstream Banking AG,³¹⁵ registruje rozsah tohoto

308 V něm. „*Sammelverwahrung*.“

309 V něm. „*Sammelurkunde*.“

310 V něm. „*Sammelschuldbuchforderung*.“

311 V něm. „*Sammelbestand*.“

312 Jickeli, J., Stieper, M., in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Kniha první, C.H. Beck Verlag, Mnichov, 2004, str. 30.

313 Larenz, K. von: *Allegemeiner Teil des deutschen bürgerlichen Rechts*, C.H. Beck, 7. vydání, Mnichov, 1989, str. 300 a 313.

314 Jickeli, J., Stieper, M.: op. cit. pozn. č. 312, str. 5.

315 Clearstream Banking AG, druhý největší evropský mezinárodní depozitář, vznikl fúzí lucemburské společnosti CEDEL International a německé společnosti Deutsche Börse Clearing AG v roce 1999 za účelem provozování systému zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry a vykonávání funkce mezinárodního depozitáře (Zkratka Cedel byla zkratkou spojení „*Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières*“, tj. centrála pro doručení

spoluvlastnického práva na účtu ve prospěch prostředníka, který dále eviduje odpovídající poměrné spoluvlastnické právo ve formě záznamu na účtu cenných papírů, resp. v knize o úschově, pro konečného majitele účtu.³¹⁶ Na rozdíl od francouzského práva záznam na účtu cenných papírů nepředstavuje nepřímý držený cenný papír,³¹⁷ nýbrž je pouze důkazním prostředkem o existenci poměrného spoluvlastnického práva majitele účtu k abstraktnímu souhrnu zastupitelných cenných papírů. Provádění dispozic s poměrnými spoluvlastnickými právy se „*abstraktního souhrnu*” nijak nedotýká, neboť dotčené osoby převádí pouze výše uvedené poměrné spoluvlastnické právo k tomuto „*abstraktnímu souhrnu*,” a to prostřednictvím změny záznamu na účtech vedených prostředníkem zcizitele a prostředníkem nabyvatele. Nicméně, přestože tyto dispozice na účtech cenných papírů jsou prováděny výlučně elektronicky, „*právní teorie nepřestává operovat s koncepty založenými na fyzických listinách*,”³¹⁸ a na převod uvedeného poměrného spoluvlastnického práva aplikuje režim věcí movitých. V důsledku toho se tak vytváří právní fikce, jako by se místo převodu uvedeného poměrného spoluvlastnického práva stále jednalo o převod listiny jako věci movité, která - prostřednictvím odepsání z účtu zcizitele a připsání na účet nabyvatele - jako by byla fyzicky předána mezi prostředníky těchto osob.³¹⁹ Díky této fikci považující převod poměrného spoluvlastnického práva k „*abstraktnímu souhrnu*”, jako zvláštnímu právnímu objektu, za převod věci movité dovozuje německá právní teorie možnost vyhnout se při převodu poměrného spoluvlastnického práva režimu cese pohledávek a nabýt toto spoluvlastnické právo v dobré víře i od osoby, která jím nedisponovala.³²⁰

Pojem nepřímý držený cenný papír tak v německém a rakouském právu odpovídá nikoli záznamu na účtu cenných papírů jako je tomu ve francouzském právu,

cenných papírů, a označovala společnost s ručením omezeným podle lucemburského práva, jež vznikla v roce 1970, za účelem vypořádání transakcí s cennými papíry).

316 § 14, odst. 1 německého DepotG; § 11, odst. 1 rakouského DepotG.

317 Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 45 - 46.

318 Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 47

319 Dotazník LCG-EC, str. 154.

nýbrž „zvěcnělému spoluvlastnickému právu *sui generis*“ vůči přímému prostředníkovi s účinky vůči emitentovi.³²¹ Jakkoli je uvedená doktrinální idea „zvěcnělého spoluvlastnického práva *sui generis*“ a abstraktního přenosu listinného cenného cenného papíru interesantní, pro adresáty z prostředí finančních trhů je velmi obtížně pochopitelná a zbytečně komplikovaná. Není proto divu, že významná část právní doktríny se k tomuto pojetí cenných papírů staví kriticky a volá po modernizaci právního režimu nepřímo držených cenných papírů po vzoru švýcarském či lucemburském.³²² Uvedené závěry ohledně charakteru nepřímo držených cenných papírů platí pouze na cenné papíry spadající do definice cenného papíru uvedeného v ustanovení paragrafu 1 německého zákona o úschově, tj. cenných papírů, s nimiž je nakládáno v rámci německého systému úschovy *Girosammelverwahrung*,³²³ zkráceně GS-systém, a obchodovaných prostřednictvím vypořádacího systému provozovaného centrálním depozitářem Clearstream Banking AG. Zahraniční cenné papíry obchodované a držené německými prostředníky mimo GS-systém jsou součástí systému úschovy *Wertpapierrechnungsverwahrung*, zkráceně WR-systém, v rámci kterého jsou tyto cenné papíry transformovány do podoby „poukázek na cenné papíry.“ Tyto „poukázky“ nejsou předmětem věcných práv, ale pouze práv závazkových.³²⁴ Tento závěr se vztahuje *mutatis mutandis* i na rakouské právo.³²⁵

Belgické a lucemburské právo

Obdobně jako Německo a Rakousko i Belgie a Lucembursko mají velmi podobné a navzájem se inspirující pojetí cenných papírů a téměř totožné pojetí nepřímo

320 Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 45.

321 Tamtéž, str. 43; Micheler, E.: op. cit. pozn. č. 2, str. 47.

322 Marburger, P., in Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Kniha třetí, 2009, C.H. Beck Verlag, Mnichov, str. 230 an. sumarizující kritiku předních německých autorů zastaralého pojetí cenných papírů v německém právu; alternativně Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 46.

323 Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 95, str. 252.

324 Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 95, str. 256-257.

325 Dotazník LCG-EC, str. 458.

držených cenných papírů. To vyplývá jednak ze skutečnosti, že obě země používají jako základ soukromého práva francouzský Code civil, a jednak z podobnosti zákonných norem upravující nepřímo držené cenné papíry, jimiž jsou belgické královské nařízení č. 62 z 11. listopadu 1967 podporující oběh finančních nástrojů³²⁶ (dále jen „*belgické nařízení č. 62*“) a lucemburský zákon o oběhu cenných papírů a dalších zastupitelných finančních nástrojů z 1. srpna 2001³²⁷ (dále jen „*lucemburský LCTIF*“). Tento zákon nahradil – avšak příliš nemodifikoval³²⁸ – původní lucemburské velkovévodské nařízení ze 17. února 1971 o oběhu movitých hodnot,³²⁹ jenž se belgickým nařízením č. 62 v mnoha ohledech inspirovalo.

Rovněž v belgickém a lucemburském právu není cenný papír definován legálně, nýbrž pouze doktrinálně. Za obecně uznávanou doktrinální definici cenného papíru je v obou právních řádech³³⁰ považována definice belgických autorů Van Ryna a Heenena, podle které se cenným papírem rozumí „*jakýkoli listinný či skripturní podklad, v němž je inkorporováno jedno či více práv vůči emitentovi,*“³³¹ „*přičemž právo je nerozlučně spojeno s listinou samotnou, takže převod jednoho nelze uskutečnit bez druhého a pouze ten, kdo má listinu může vykonat uvedené právo.*“³³² V obou právních řádech se cenné papíry dělí z hlediska jejich funkce na efekty,³³³ jejichž funkce je platební či úvěrová, na cenné papíry konkrétní,³³⁴ jež zjednodušují transakce se zbožím, a konečně na „*movité*

326 Ve fr.: „*Arrêté royal n° 62 du 11 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers,*” Moniteur belge du 14 novembre 1967, str. 11799 (v platném znění).

327 Ve fr.: „*Loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d’autres instruments fongibles,*” Mémorial A n° 10, 31.08.2001, str. 2180.

328 Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1288.

329 Ve fr.: „*Le règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières,*” Mémorial A - 12 du 25 février 1971, str. 255.

330 Mousel, P., Fayot, F., La circulation des titres in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier, str. 1320.

331 Ryn, J. van, Heenen, J.: Principes de droit commercial belge, 2. díl, para. 79.

332 Tamtéž.

333 Ve fr. „*effets de commerce.*”

334 Ve fr. „*titres concrets.*”

hodnoty,³³⁵ jež umožňují kapitálové investice.³³⁶ Podle způsobu převodu je posledně uvedená kategorie cenných papírů dělena na cenné papíry na majitele, jež se převádějí tradicí, cenné papíry na řad převoditelné indosamentem a cenné papíry na jméno, u nichž je nutno změnu oprávněné osoby zapsat v seznamu majitelů u emitenta tohoto cenného papíru.³³⁷ Toto dělení bylo důležité zejména v belgickém právu, neboť cenné papíry na jméno nemohly být v belgickém právu až donedávna³³⁸ předmětem nepřímé držby, resp. nemohly být konvertovány do podoby nepřímo držených cenných papírů.³³⁹

Fenomén elektronizace měl pro oba právní řády rozdílné důsledky: belgické právo se snažilo a snaží zachovat existující definici cenného papíru založenou na inkorporaci práva v hmotném substrátu a vyrovnat se s absencí listinného podkladu u imobilizovaných či dematerializovaných papírů tvrzením, že forma substrátu – zda listinná či v podobě elektronické evidence – není na rozdíl její existence rozhodná. Existuje-li hmotný substrát v jakékoli podobě a je-li možné změnou v záznamu na tomto substrátu s cenným papírem disponovat, je formální pojetí cenného papíru, včetně ideje inkorporace, dále platné a použitelné. Naproti tomu v lucemburském právu doktrinální pojem cenného papíru osciluje mezi formálním belgickým pojetím³⁴⁰ a materiálním pojetím vycházejícím z „*nové vlny*“ francouzského práva.³⁴¹ Toto materiální pojetí vychází z myšlenky, že transformace hmotného substrátu v podobě listiny na nehmotný substrát v podobě elektronického zápisu na účtu cenných papírů změnila charakter cenného papíru natolik, že teorie inkorporace práva v listině zcela pozbyla svého významu. Z tohoto důvodu již nelze při definici cenného papíru vycházet z podkladu, na

335 Ve fr. „*valeurs mobilières*.“

336 Conin, S., Schaffner, J.: op. cit. pozn. č. 242, str. 1421; Mousel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 330, str. 1324.

337 Mousel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 330, str. 1325.

338 Konkrétně do přijetí zákona ze 14. prosince 2005 zrušující cenné papíry na majitele („*Loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur*“) Moniteur belge du 23 décembre 2005.

339 Dotazník LCG-EC, str. 100.

340 Mousel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 330, str. 1319 an.

němž jsou určitá práva zaznamenána, nýbrž cenný papír je třeba definovat s ohledem na subjektivní majetková práva, jež obsahuje, neboť pouze ta zůstala transformací hmotného substrátu nedotčena.³⁴² Aniž bychom se snažili výše uvedená odlišná pojetí cenných papírů hodnotit, posléze uvedená analýza se zdá mít větší potenciál pro budoucnost, a to v obou právních řádech: Belgie totiž přistoupila k plné elektronizaci cenných papírů zrušením listinných cenných papírů na majitele a jejich přeměnou do formy na jméno či do dematerializované podoby nejpozději do 31. prosince 2013,³⁴³ čímž v podstatě odstranila veškeré cenné papíry, na něž se teorie inkorporace mohla aplikovat.³⁴⁴ Obdobně lucemburské právo přestalo od přijetí zákona o oběhu cenných papírů a zastupitelných investičních nástrojů činit rozdíly mezi tradičními kategoriemi cenných papírů – cenné papíry na majitele, na řad a na jméno –, neboť v důsledku jejich elektronizace se zcela smazaly odlišnosti ve způsobu nakládání s těmito různými typy cenných papírů.³⁴⁵

Termín nepřímo držený cenný papír lucemburské právo výslovně nedefinuje, ač s ním funkčně operuje. Belgické právo, ač tak rovněž nečiní, blíží se tomuto termínu definicí „*finančního nástroje*“ v ustanovení § 1 bis nařízení č. 62. Jak funkční pojetí nepřímo drženého cenného papíru v lucemburském právu, tak pojetí finančního nástroje v belgickém právu vychází ze dvou základních elementů: jednak ze souhrnů cenných papírů a ostatních finančních nástrojů stejné povahy³⁴⁶ přijatým do úschovy nebo evidovaným na účtu u prostředníka, a jednak ze spoluvlastnického (Belgie) či věcného (Lucembursko) práva nehmotné

341 Autoři citovaní v pozn. č. 288 výše.

342 Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1292.

343 Zákon ze 14. prosince 2005 zrušující cenné papíry na majitele (*“Loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur,”*) Moniteur belge du 23 décembre 2005.

344 Jak v belgickém, tak lucemburském právu nebyly cenné papíry na jméno – na rozdíl od cenných papírů na majitele či na řad – považovány za cenné papíry, na něž by se vztahovala fikce inkorporace práva do listiny či fikce použití režimu věcí movitých na dispoziční s těmito cennými papíry.

345 Dotazník LCG-EC, str. 154.

povahy k tomuto souhrnu do výše počtu cenných papírů a ostatních finančních nástrojů evidovaných na účtu cenných papírů.³⁴⁷

Pokud jde o „*souhrn cenných papírů a ostatních finančních nástrojů stejné povahy*”, jehož předmětem jsou podle lucemburského práva cenné papíry a ostatní finanční nástroje v nejširším smyslu, které jsou přijaty do úschovy nebo evidovány na účtu depozitářem a které jsou zastupitelné či za zastupitelné byly prohlášeny, tyto cenné papíry se mohou vyskytovat v listinné či zaknihované podobě, mohou znít na majitele, na řad nebo na jméno, a být lucemburského či zahraničního původu. Za zastupitelné se považují cenné papíry a ostatní finanční nástroje, které jsou přijaty do úschovy nebo evidovány na účtu u depozitáře bez číselného označení nebo jiných individuálních identifikačních prvků.³⁴⁸ Belgické právo definuje uvedený abstraktní souhrn obdobně, nicméně neumožňuje účastníkům prohlásit určitý cenný papír za zastupitelný pouze dohodou stran.³⁴⁹ Přesto, že tento „*souhrn*” zahrnuje podle obou právních řádů i „*finanční nástroje*” ve smyslu směrnice EU o trzích s finančními nástroji, omezuje belgické nařízení č. 62 a lucemburská doktrína rozsah tohoto „*souhrnu*” pouze na ty finanční nástroje, jež jsou zastupitelné a převoditelné, tj. vylučuje z nich určité deriváty jako jsou například futures, swapy, futures a opce.³⁵⁰ V důsledku toho mohou být předmětem tohoto „*souhrnu*” pouze akcie, dluhopisy, a instrumenty jim obdobné, cenné papíry kolektivního investování či – přes jisté pochybnosti – finanční

³⁴⁶ Ve fr.: „*universalité des titres de même espèce*” (§ 1 bis belgického nařízení č. 62); „*l'ensemble des titres et autres instruments financiers de même nature*” (čl. 6 lucemburského LCTIF).

³⁴⁷ § 1 bis belgického nařízení č. 62; čl. 6 lucemburského LCTIF.

³⁴⁸ § 1 bis belgického nařízení č. 62; čl. 1 lucemburského LCTIF.

³⁴⁹ Zde se lucemburské právo v jistém smyslu přibližuje americkému konceptu „cenného oprávnění,” neboť umožňuje stranám smluvně vytvořit nový objekt práva, k němuž je poté možno nabýt subjektivní věcné právo. Tato možnost souvisí rovněž se skutečností, že lucemburské právo neobsahuje numerus clausus zastupitelných cenných papírů, a entity, jež se řídí lucemburským právem, proto mohou vydávat i zastupitelné cenné papíry, které lucemburské právo výslovně nepředvídá. (více k posléze uvedenému aspektu Conin, S., Schaffner, J.: op. cit. poz. č. 242, str. 1413 - 1414.)

³⁵⁰ Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1289 a 1293.

warranty.³⁵¹ Z „belgického souhrnu” jsou ovšem vyloučeny dematerializované dluhopisy a krátkodobé cenné papíry emitované belgickým státem a některé dematerializované cenné papíry soukromých subjektů, jež nepodléhají režimu nařízení č. 62;³⁵² tyto cenné papíry lze nicméně považovat za nepřímo držené, neboť se jedná o cenné papíry dematerializované, k dispozici s nimiž je třeba součinnosti prostředníka.

Z hlediska povahy belgičtí i lucemburští autoři kvalifikují „*souhrn zastupitelných cenných papírů a investičních nástrojů*” jako „*nehmotnou zastupitelnou majetkovou hodnotu*.”³⁵³ V belgickém právu lze nehmotný charakter souhrnu zastupitelných cenných papírů dovodit z doslovného názvu „*universalita cenných papírů stejné povahy*,” jež nařízení č. 62 používá k označení souhrnu zastupitelných cenných papírů a investičních nástrojů. V lucemburském právu obdobnou dedukci učinit nelze, neboť lucemburský zákon pojem souhrnu („*ensemble*”) nijak blíže nekvalifikuje. Spojení „*nehmotné povahy*,” jež používá, nekvalifikuje „*souhrn*” cenných papírů, nýbrž právo k tomuto souhrnu, jež dále označuje za věcné.³⁵⁴ Nicméně, je obtížné si představit, co znamená věcné právo „*nehmotné povahy*.” Ve své podstatě žádné subjektivní právo, ani právo věcné, nemůže být „*hmotné povahy*,” neboť ze své podstaty jsou veškerá soukromá práva nehmotná. Výrazem „*nehmotné povahy*” chtěl lucemburský zákonodárce zřejmě vyjádřit skutečnost, že toto věcné právo se vztahuje k nehmotnému objektu obdobně, jako je tomu u práv z duševního vlastnictví.³⁵⁵ Alternativně je některými autory uvedený „*souhrn*” cenných papírů v lucemburském právu označován jako „*věc*.”³⁵⁶ Souhrn zastupitelných cenných papírů a investičních nástrojů lze ovšem označit jako „*věc*” jen velmi obtížně, neboť se nejedná o individualizovatelný předmět s vlastní fyzickou existencí. Aby se cenný papír

351 Conin, S., Schaffner, J.: op. cit. pozn. č. 242, str. 1433.

352 Dotazník LCG-EC, str. 2.

353 Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1292.

354 Čl. 6 lucemburského LCTIF: „*Le déposant bénéficie, [...], d'un droit réel, de nature incorporelle, sur l'ensemble des titres...*”

355 Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1306.

mohl stát součástí „*souhrnu*“ musí být zastupitelný,³⁵⁷ tj. musí být bez číselného označení nebo jiných individuálních identifikačních prvků, a tudíž neindividualizovatelný.³⁵⁸ Neindividualizovatelný charakter určitého objektu je v rozporu s jedním z definičních prvků věci podle francouzského občanského zákoníku používaném v Belgii i Lucembursku, podle kterého musí být věc za všech okolností individualizovatelná, resp. oddělitelná z věci hromadné, aby se mohla stát předmětem věcných práv.³⁵⁹

Konečně je třeba upozornit na dvě odlišnosti mezi oběma právními řády: belgické nařízení č. 62 v ustanovení § 1 bis vytváří kategorii zvanou „*finanční nástroje*,“ ve které směřuje, jak zastupitelné cenné papíry a investiční nástroje, tak práva k nim, jako jeden typ majetkové hodnoty.³⁶⁰ Naproti tomu lucemburský zákon formálně odlišuje „*souhrn zastupitelných cenných papírů a investičních nástrojů*“ jako objekt práva a subjektivní „*právo k*“ tomuto souhrnu. Nicméně ani v belgickém, ani v lucemburském právu není tento „*souhrn cenných papírů a ostatních finančních nástrojů stejné povahy*“ předmětem transakcí s nepřímo drženými cennými papíry, resp. jejich oběhu, neboť vložení určitých cenných papírů do tohoto souhrnu způsobuje jejich imobilizaci. Při použití pojmu nepřímo drženého cenného papíru v belgickém i lucemburském právu je proto nutno pod tímto pojmem rozumět „*spoluvlastnické právo (nehmotné povahy)*“ či „*věcné právo (nehmotné povahy)*“ ke zmíněnému „*nehmotnému souhrnu*,“ nikoli nehmotný souhrn samotný. Předmětem převodu, jenž se obdobně jako ve francouzském právu uskutečňuje převodem z účtu na účet,³⁶¹ je totiž pouze

356 Mousel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 330, str. 1323 an.

357 § 4 a 5 belgického nařízení č. 62; čl. 5 lucemburského LCTIF.

358 Dotazník LCG-EC, str. 138 a 162.

359 Chabas, F., Mazeaud, H. a L., Mazeaud, J.: *Leçons de droit civil - Tome 1 / Premier volume - Introduction à l'étude du droit*, 11^{ème} édition, 1996, str. 303; Chabas, F., Mazeaud, H. a L., Mazeaud, J.: *Leçons de droit civil - Tome 2 / Deuxième volume - 8^{ème} édition*, 1995, str. 192 – 193, 241 a 277.

360 Zde je opět možno vidět jistou paralelu s americkým konceptem „*cenného oprávnění*,“ jehož ústřední myšlenkou je asimilace cenného papíru a práva k němu, tj. majetkové hodnoty jako objektu práva a subjektivního práva k tomuto objektu.

361 § 4 a 5 belgického nařízení č. 62; čl. 3 lucemburského LCTIF.

„*spoluvlastnické právo (nehmotné povahy)*” – v Belgii – a „*věcné právo nehmotné povahy*” – v Lucembursku – , jehož rozsah se v důsledku připsání či odepsání zmenšuje či rozšiřuje. Rozsah práva majitele účtu, tzn. nepřímo držený cenný papír, je představován podílem odpovídajícím výši počtu cenných papírů a ostatních finančních nástrojů evidovaných na účtu k celkovému počtu zastupitelných cenných papírů v rámci souhrnu všech zastupitelných cenných papírů držených stejným depozitářem. Záznam na účtu cenných papírů je pouhým důkazním prostředkem o existenci tohoto práva, a to důkazním prostředkem nevýlučným.³⁶² V důsledku toho lze v obou těchto právních řádech stejně jako v právním řádu německém a rakouském pozorovat efekt splynutí cenného papíru a práva k němu v jeden jediný právní fenomén – nepřímo držený cenný papír.

Kapitola 3 - Nepřímo držený cenný papír jako pohledávka a věc nehmotná

Anglické common law

Cenné papíry, s výjimkou listinných cenných papírů na majitele, bývají všeobecně považovány v anglosaském právním systému za nehmotné věci, neboť jsou chápány jako soubor práv majitele cenného papíru vůči jeho emitentovi. Podle tohoto chápání nosič, na kterém jsou cenné papíry zaznamenány, neinkorporuje práva s cennými papíry spojená, ale představuje pouze hmotný substrát, ze kterých je obsah práv s cenným papírem spojených seznatelný.³⁶³ Výjimkou jsou pouze listinné cenné papíry na majitele, u kterých jsou práva s nimi spojená považována na základě právní fikce za natolik neoddělitelnou součást listiny, na kterých jsou zaznamenána, že tento typ cenných papírů spadá do kategorie hmotných osobních věcí (ekvivalent věci movité).³⁶⁴ Tato výjimka týkající se listinných cenných papírů na majitele je však dnes výjimkou již spíše historickou,

³⁶² Mousel, P., Fayot, F.: op. cit. pozn. č. 330, str. 1368.

³⁶³ *Société Générale de Paris v. Walker* (1895), 11 App Cas 20.

³⁶⁴ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 34.

neboť drtivá většina listinných cenných papírů byla prostřednictvím fenoménu elektronizace převedena do dematerializované podoby.

Vzhledem k tomu, že na rozdíl od kontinentálního práva nemá anglosaské právo své kořeny v právu římském, je i klasické třídění právních objektů odlišné od třídění kontinentálního. Věci („*assets*“) je možno členit do dvou základních kategorií: reálné věci („*real assets*“) a osobní věci („*personal assets*“).³⁶⁵ Obsahem kategorie reálných věcí jsou pozemky („*freehold land*“) a věci s nimi spojené; obsahem kategorie osobních věcí jsou subkategorie hmotných osobních věcí („*choses in possession*“ či „*chattels*“) a nehmotných osobních věcí („*choses in action*“ či „*claims*“).³⁶⁶ Hmotné osobní věci se liší od nehmotných věcí v tom, že k nim majitel má nejen určité právo a současně je i drží, tj. má u sebe. Naproti tomu nehmotné osobní věci jejich majitel nedrží, tj. u sebe je má osoba odlišná od majitele. Jejich majitel má nicméně právo vymoci si vrácení takové věci žalobou nebo svémocí proti osobě, která má majitelovu věc v danou chvíli u sebe. Dle odlišné charakterizace jsou hmotné osobní věci ty věci, kterých je možno se dotknout, např. loď, kdežto nehmotné osobní věci, představují věci, jichž se dotknout nelze, např. dluh. Oba tyto náhledy ústí v jednotný důsledek. Zatímco hmotnou věc lze vymoci zpět přímým zmocněním se této věci oprávněnou osobou, tj. opětovným převzetím do její držby, bez nutnosti podávat žalobu u soudu, věc nehmotnou lze vymoci zpět pouze na základě úspěšné soudní žaloby proti osobě povinné k vrácení této věci.

Přes tyto odlišnosti je možné najít v klasické anglosaské klasifikaci cenných papírů do tříd právních objektů silné paralely a obdobné problémy jako v systému kontinentálním. Změna podoby cenného papíru z listinné na zaknihovanou – odůvodňující jeho zařazení do kategorie hmotných osobních věcí – dala podnět k reklasifikaci nepřímě držených cenných papírů do třídy věcí nehmotných společně se závazky (dluhy), neboť elektronizace nejen eliminovala hmotnou

³⁶⁵ Black's Law Dictionary, West Group, 7. zkrácené vydání, 2000, str. 16.

³⁶⁶ Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 11.

podstatu listinného cenného papíru, nýbrž i jeho individualizovatelnost, základní předpoklad pro možnost soudní vymahatelnosti jeho vydání oprávněnému majiteli.³⁶⁷ Anglické právo proto považuje nepřímo držené cenné papíry na závazky avšak, aby se vyhnulo neblahým důsledkům této kvalifikace, přiznává nepřímo drženým cenným papírům zároveň status věci, a to věci nehmotné. Tím vyjímá nepřímo držené cenné papíry z dosahu věřitelů prostředníka, umožňuje jim být předmětem trustu a nakládat s nimi obdobně jako s jinými věcmi.³⁶⁸

Kapitola 4 - Nepřímo držený cenný papír jako právní objekt sui generis

Švýcarské právo se snaží vytvořit z nepřímo držených cenných papírů novou kategorii předmětu soukromých práv a doplnit stávající systém věcných práv o nové normy, jež by umožňovaly snadnější nakládání s touto novou kategorií objektů práva. Právo Spojených států amerických řeší problém dichotomního charakteru nepřímo držených cenných papírů tak, že směšuje cenné papíry a práva s nimi spojená s právy k cenným papírům a vytváří úplně nové kategorie objektů práva, jež nazývá „*finanční aktiva*“ a „*cenná oprávnění*“.

Švýcarské právo: nepřímo držený cenný papír

Švýcarské právo obsahuje legální definici nepřímo držených cenných papírů, jenž vymezuje jako „*zastupitelné pohledávky a hlasovací práva vůči emitentovi, (a) které jsou připsány k dobru účtu cenných papírů a s nimiž vlastník účtu může nakládat v souladu s ustanoveními tohoto zákona; a (b) které jsou účinné vůči*

³⁶⁷ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 33 a 34.

³⁶⁸ V této souvislosti si nelze nepoložit otázku, zda by pro právní řády, ve kterých klasifikace nepřímo drženého cenného papíru jako věci movité působí problémy, nebylo řešením reklasifikovat tyto cenné papíry do kategorie věcí nehmotných. Nesnáze tohoto řešení však spočívá v tom, že zkoumané právní řády, které kategorii nehmotných věcí znají – konkrétně rakouský všeobecný zákoník občanský a americký jednotný obchodní zákoník – považují kategorii nehmotných věcí za jakousi sběrnou skupinu „*ostatních*“ předmětů soukromoprávních vztahů, a pro nehmotné věci nemají obecný dispoziční režim, jako mají pro věci movité. Pokud v určitém právním řádu existuje dispoziční režim pro věci nehmotné, týká se vždy specifické skupiny nehmotných věcí, jako je například režim práv duševního vlastnictví, a jedná se tedy o zvláštní dispoziční úpravu.

depozitáři, jakož i vůči třetím stranám, zejména jsou mimo dosah ostatních věřitelů depozitáře“³⁶⁹ a „rovněž všechny finanční nástroje a všechna práva k finančním nástrojům, jejichž úschova se řídí cizím právem, které mu přiznává obdobnou funkci.“³⁷⁰ Tyto nepřímo držené cenné papíry musí být způsobilé být předmětem záznamu na účtu cenných papírů. Z definice nepřímo držených cenných papírů jsou vyloučeny (i) listinné cenné papíry v oddělené úschově, kde je možno identifikovat cenné papíry jednotlivých investorů, (ii) cenné papíry a hromadné listiny v úschově, které má investor v přímé držbě, a konečně (iii) cenné papíry, hromadné listiny a zaknihované cenné papíry uschované u emitenta, pokud není zároveň depozitářem.³⁷¹

Důvodem přijetí zvláštní zákonné úpravy nepřímo držených cenných papírů byla ve Švýcarsku, mimo jiné, skutečnost, že imobilizované a zaknihované cenné papíry v podobě záznamů na účtu cenných papírů neodpovídaly tradiční definici cenného papíru uvedené v článku 965 švýcarského obligačního zákona.³⁷² Ten definoval cenné papíry jako „listiny, v nichž je inkorporováno právo takovým způsobem, že není možné ho prokázat či převést nezávisle na této listině.“ V realitě současných finančních trhů se však jak existence, tak převod imobilizovaných i zaknihovaných cenných papírů obejde bez přítomnosti listiny.³⁷³ Krom toho, nehmotný charakter nepřímo držených cenných papírů znemožňoval jejich podřazení pojmu věci v právním smyslu, neboť nepřímo držené cenné papíry vykazují znaky jak věci, tak pohledávky.³⁷⁴ Proto nová švýcarská úprava vytváří z nepřímo držených cenných papírů nový předmět

³⁶⁹ Čl. 4, odst. 1 švýcarského LTI.

³⁷⁰ Čl. 4, odst. 2 švýcarského LTI.

³⁷¹ Čl. 2, odst. 2 švýcarského LTI.

³⁷² Federální zákon ze 30. března 1911 doplňující švýcarský občanský zákoník (Kniha pátá: právo obligací) zkráceně obligační zákoník, („Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations - Code des obligations“).

³⁷³ Brügger, D., Das neue Bucheffektengesetz, 26. února 2009, <http://www.kpmg.ch/Themen/14339.htm>, str. 14.

³⁷⁴ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 35.

právních vztahů, jež nespadá pod pojem věci,³⁷⁵ pro tento nový objekt rovněž vytváří nový druh právních vztahů, jehož předmětem mohou nepřímo držené cenné papíry být.³⁷⁶

Právo Spojených států amerických: finanční aktivum

Americké právo přišlo s konceptem nepřímo držených cenných papírů, jenž není zařaditelný ani mezi věci v právním smyslu, ani mezi závazky jako první. Revize jednotného amerického obchodního zákoníku (dále jen „UCC“) v roce 1994, jež vdechla život institutu finančního aktiva a cenného oprávnění, reagovala na krach amerických trhů s cennými papíry v roce 1987, a v oblasti práva cenných papírů byla skutečnou revolucí. Revidovaný článek 8 jednotného amerického obchodního zákoníku,³⁷⁷ jenž upravuje institut finančního aktiva a navazujícího institutu cenného oprávnění, jež dohromady odpovídají pojmu nepřímo držených cenných papírů, byl přejat do zákonodárství všech států USA.³⁷⁸ Vytvoření zcela nového konceptu nepřímo drženého cenného papíru bylo vyústěním poznání, že záznam na účtu cenných papírů nelze podřadit pod jakoukoli tradiční definici cenného papíru.³⁷⁹ V oblasti nepřímé držby pojem cenného papíru, ač výslovně definovaný zákonem, zcela pozbývá na významu. Jeho místo přebírá pojem finančního aktiva, jímž se rozumí „*akcie, závazek osoby, podíl, účast nebo jiné osobní, majetkové právo nebo právo k podniku osoby, které je, nebo které je takové druhu, který jej činí obchodovatelným na finančních trzích, nebo, které je uznáváno v jakékoli oblasti, ve které je vydáno, nebo obchodováno jako prostředek k investování; nebo jakékoli právo, které je drženo prostředníkem cenných papírů pro jinou osobu na účtu cenných papírů, jestliže prostředník*

³⁷⁵ Brügger, D.: op. cit. pozn. č. 373, str. 13.

³⁷⁶ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 34-35.

³⁷⁷ V ang. „*Uniform Commercial Code*.“

³⁷⁸ Rocks, S. M.: Remarks of Sandra M. Rocks on the U.S. Commercial Law Response to the Development of Intermediated Securities Holding Systems, Current Developments in Monetary and Financial Law Washington, D.C., October 23-27, 2006, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/sr.pdf>, str. 1.

*cenných papírů výslovně dohodl s jinou osobou, že dané majetkové právo má být považováno za finanční aktivum. Podle kontextu uvedený pojem znamená buď právo samotné nebo prostředek, kterým se nárok osoby prokazuje.*³⁸⁰

Finanční aktivem může především cenný papír. Cenným papírem se rozumí závazek emitenta nebo akcie, účast nebo jiné právo účasti na osobě emitenta nebo k majetku nebo k podniku emitenta, který je v představován listinným cenným papírem ve formě na majitele nebo na jméno, nebo zaknihovaným cenným papírem, který je zastupitelný,³⁸¹ a který je buď obchodovatelný na finančních trzích nebo který je považován za investiční prostředek, a u něhož je v podmínkách emise výslovně prohlášeno, že se řídí § 8 jednotného amerického obchodního zákoníku.³⁸² Mezi cenné papíry jsou takto zahrnuty, zejména akcie a dluhopisy, včetně akcií investičních společností a vzájemných fondů, dále podíly k právnickým osobám s ručením omezeným, pokud splňují podmínku obchodovatelnosti na finančních trzích či funkci investičního prostředku či pokud jsou vedeny na účtu cenných papírů, a navíc opce vydané společnostmi provozující vypořádání pro své členy.³⁸³ Finančními aktivy ani cennými papíry nicméně nejsou komoditní kontrakty. Nejvýznačnějším rysem finančního aktiva, a tudíž i cenného oprávnění, je skutečnost, že se jedná o otevřenou kategorii, což umožňuje konečnému investorovi a prostředníkovi, aby dohodou z určitého nástroje učinili finanční aktivum, a tak ho podřídili režimu vztahujícímu se na finanční aktiva. V rámci koncepce nepřímého držení cenného papíru podle jednotného

379 Reitz, C. R., Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 368.

380 § 8-102(a)(9) UCC.

381 Nástroje, jež neodpovídají definici cenného papíru uvedeného v článku 8-102(a)(9) UCC, tj. zejména pokud nejsou zastupitelné, jsou cennými papíry, pokud odpovídají definici cenného papíru obsažené v zákoně o cenných papírech z roku 1930, v platném znění, (Securities Act 1930), jenž v ustanovení § 2.a.1 definuje cenný papír jako „*jakýkoli úpis, akcii, vlastní akcii, dluhopis, obligaci, důkaz o dluhu... či obecně jakékoli právo či instrument obvykle zvaný cenným papírem, nebo jakoukoli listinu prokazující právo či účast, či jakýkoli zatímní či dočasnou listinu, potvrzení, garanci, warrant či právo k úpisu či ke koupi čehokoli z předcházejícího.*“

382 § 8-102(a)(15) UCC.

383 § 8-103 UCC.

amerického zákoníku je finanční aktivum předmětem cenného oprávnění.³⁸⁴ Cenné oprávnění je „*formou majetkového práva sui generis, jehož atributy jsou přímo stanoveny obchodním právem.*“³⁸⁵

Oddíl 4 – Pojetí nepřímo držených cenných papírů v českém právu

Jak bylo uvedeno výše v tomto dílu, zařazení cenných papírů, včetně zaknihovaných cenných papírů, do té či oné kategorie předmětu soukromoprávních vztahů je důležité z několika důvodů: nebude-li možno zařadit cenný papír mezi „*předměty občanskoprávních vztahů*“, nebude možno s takovým cenným papírem soukromoprávně nakládat. Naopak bude-li možno zařadit cenný papír mezi „*předměty občanskoprávních vztahů*“, je nutno určit, do jaké kategorie předmětů občanskoprávních vztahů bude nepřímo držený cenný papír spadat, tj. zda bude věcí v právním smyslu, právem či jinou majetkovou hodnotou. Zařazení daného předmětu do příslušné kategorie občanskoprávních vztahů je determinující pro určení režimu, jakým se bude nakládání s cenným papírem řídit. Půjde-li o věc v právním smyslu, bude možno s cenným papírem nakládat jako s věcí, tzn. bude moci být předmětem věcných práv, zejména práva vlastnického, a bude moci být převáděn jako věc. Půjde-li o právo, bude nutno nejprve zkoumat, zda jeho povaha připouští, aby byl předmětem občanskoprávních vztahů. Bude-li tomu tak, cenný papír bude moci být předmětem závazkových práv a bude nutno s ním vzhledem k jeho povaze nakládat jako s pohledávkou, například převádět pomocí cese pohledávek.³⁸⁶ Konečně půjde-li o jinou majetkovou hodnotu, bude třeba zkoumat, zda povaha takovéto majetkové hodnoty připouští, aby byla předmětem občanskoprávních vztahů; pokud ano, bude nutno rozřešit otázku, zda pro takovou majetkovou hodnotu existuje zvláštní režim nakládání či zda bude možno analogicky použít pro nakládání režim věcí či režim pohledávek.

384 V ang.: „*security entitlement.*”

385 Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1494.

386 § 524 an. OZ.

Vzhledem k tomu, že občanský zákoník ani jiné právní předpisy neposkytují definici předmětu občanskoprávního vztahu, je třeba se držet ustanovení § 118 občanského zákoníku, který stanoví, že „*předmětem občanskoprávních vztahů jsou věci, a pokud to jejich povaha připouští, práva nebo jiné majetkové hodnoty*“ (odstavec 1), a že „*předmětem občanskoprávních vztahů mohou být též byty nebo nebytové prostory*“ (odstavec 2). Z charakteru jednotlivých položek uvedených ve v tomto výčtu, lze dovodit, že pozitivními konstitutivními znaky předmětu občanskoprávních vztahů jsou kumulativně: ovladatelnost člověkem, společenská užitečnost, majetkový charakter neboli ocenitelnost daného předmětu v penězích a způsobilost k soukromoprávním dispozicím, tzn. že daný předmět nepředstavuje věc vyňatou z působnosti soukromého práva, tzv. *res extra commercium*. K těmto pozitivním konstitutivním znakům je třeba přičíst i konstitutivní znak negativní, kterým je odlišitelnost a nezávislá existence na subjektu práva, tzn. že daný předmět není neodvislou součástí osoby a je schopný samostatné existence nezávisle na této osobě; jinak by totiž bylo nutno daný předmět klasifikovat jako „*součást*“ osoby a řadit ji do kategorie subjektů práva. Co se týče cenných papírů, bez ohledu na to, v jaké podobě se vyskytují, je zřejmé i bez hlubší analýzy, že každý cenný papír snadno splňuje všechny čtyři pozitivní konstitutivní znaky předmětu občanskoprávních vztahů: cenný papír je předmět člověkem ovladatelný, poskytuje společenský užitek, je lehce ocenitelný v penězích a není věcí *extra commercium*. Pokud jde o poslední, negativní konstitutivní znak předmětu občanskoprávních vztahů, ten je evidentně vlastní listinnému cennému papíru; naproti tomu u zaknihovaného cenného papíru existence tohoto elementu zcela jednoznačná není, zejména z toho důvodu, že zaknihovaný cenný papír nemůže existovat nezávisle na osobě vedoucí příslušnou evidenci zaknihovaných cenných papírů. Zaknihovaný cenný papír se nemůže vyskytovat mimo zákonem předvídanou evidenci, a tuto evidenci nemůže vést jiná osoba než prostředník. Pokud by zaknihovaný cenný papír byl převeden k osobě, jež nemá oprávnění vést příslušnou zákonem předvídanou evidenci, nejednalo by se již o zaknihovaný cenný papír, i kdyby takový cenný papír byl u takové osoby dále evidován. Nicméně přes tuto dílčí nesnáz je nutno zaknihovaný cenný papír považovat za

předmět občanskoprávních vztahů způsobilý samostatné existence nezávisle na osobě prostředníka, a to přinejmenším ze tří důvodů: za prvé, zaknihovaný cenný papír konečného majitele je veden odděleně od majetku prostředníka; za druhé, zaknihovaný cenný papír lze identifikovat pomocí účtu cenných papírů, který prostředník pro majitele účtu vede; a konečně, za třetí, v rámci českého právního řádu lze každý zaknihovaný cenný papír převést do listinné podoby a fyzicky oddělit jeho existenci od osoby prostředníka.

Lze-li konstatovat, že jak listinné, tak zaknihované cenné papíry, je možno považovat za předmět občanskoprávních vztahů, je nutno se dále ptát, do jaké z kategorií v rámci tohoto předmětu cenné papíry patří. Jsou cenné papíry věcmi, právy či jinými majetkovými hodnotami? Otázka, kam z hlediska soukromoprávní klasifikace objektů práva cenné papíry zařadit, není v českém právu legislativně, ani doktrinálně jasně rozřešena. Určité vodítko v tomto směru nicméně poskytuje zákon o cenných papírech, který uvádí, *„že na cenné papíry se vztahují ustanovení o věcech movitých, nestanoví-li tento zákon nebo zvláštní právní předpis jinak.“*³⁸⁷ Toto ustanovení nabízí dvojí interpretaci. Podle prvního extenzivního výkladu je třeba toto ustanovení vykládat v tom smyslu, že cenné papíry *„jsou věci movité.“* Druhý restriktivní výklad interpretuje toto ustanovení v tom smyslu, že na cenné papíry se použijí (analogicky) ustanovení o věcech movitých, neboť cenné papíry ve své podstatě věcmi movitými nejsou; v tomto případě je pak nutno se ptát, zda cenný papír je právem či jinou majetkovou hodnotou.

Rozhodnout o zařazení cenného papíru do jedné z kategorií předmětu subjektivních práv není úkol nijak jednoduchý. Předně, cenný papír nemá v reálném světě přirozenou existenci, neboť jde o fenomén vytvořený výlučně právem za účelem uspokojení určitých společensko-ekonomických potřeb. Cenný papír proto nelze zařadit některé z kategorií občanskoprávních předmětů na základě jeho inherentních vlastností, neboť, jak bylo uvedeno výše, *„právní režim cenných papírů nevyplývá z jejich povahy: naopak povaha cenných papírů*

³⁸⁷ § 1, odst. 3 ZCP.

vyplývá z právního režimu, který se na ně vztahuje.³⁸⁸ Ve stejném duchu uvádí na adresu cenných papírů i Hermann-Otavský, že „název „cenný papír“ není vyhraněným termínem právního života“ a že „jak v zákonodárství, tak i v doktríně a v právní praxi setkáváme se při něm s různým pojmovým obsahem.“³⁸⁹ Zařazení nepřímo drženého cenného papíru do určité kategorie objektu subjektivních práv bude záležet výlučně na rozhodnutí zákonodárce. Úvaha zákonodárce při činění rozhodnutí, kam cenné papíry zařadí, bude více méně volná, neboť v závislosti na subjektivním úhlu pohledu lze cenné papíry, včetně zaknihovaných, považovat jak za věc, tak za právo či za jinou majetkovou hodnotu. Tomuto závěru svědčí i komparativní analýza provedená výše: francouzské právo považuje dematerializovaný cenný papír za věc hmotnou movitou, německé právo za určitý zvláštní abstraktní majetkový souhrn s použitím režimu věcí movitých na nakládání s částmi tohoto souhrnu, švýcarské právo činí z nepřímo držených cenných papírů zvláštní sui generis objekt právních vztahů, pro který vytváří zvláštní druh vlastnických práv; anglické právo považuje nepřímo držený cenný papír za pohledávku a paralelně za věc nehmotnou. Finální rozhodnutí zákonodárce ohledně zařazení nepřímo drženého cenného papíru do jedné z kategorií předmětu občanskoprávních vztahů bude vedeno spíše ekonomickou utilitou než právní teorií. Argumentace ve prospěch zařazení cenných papírů do některé z kategorií předmětů občanskoprávních vztahů by proto měla být prosta přílišné dogmatiky, zvláště v případech, kdy je pro zařazení do té či oné kategorie argumentováno na základě podstaty či povahy cenných papírů.

Předtím než bude toto zařazení provedeno, je třeba stručně předesítnout, co se v českém právu rozumí věcí v právním smyslu. Přesto, že pozitivní soukromé právo pojem věci výslovně nedefinuje, na základě doktrinárních definic lze sumarizovat, že věci v občanskoprávním smyslu je takový předmět občanskoprávních vztahů, jenž má povahu hmotného předmětu či ovladatelné

388 Nizard, F.: op. cit. pozn. č. 184, str. 2, pozn. 2.

389 Hermann-Otavský in Rouček, F., Sedláček, J.: op. cit. pozn. č. 222, str. 139.

síly, jež slouží potřebám lidí.³⁹⁰ Má-li věc hmotnou povahu, je buď věcí movitou, tj. věcí, jejíž prostorové umístění lze alespoň potenciálně měnit, či věcí nemovitou, tj. věcí, jež je spojena se zemí pevným základem, a tudíž její prostorové umístění zásadně měnit nelze. Vzhledem k ustanovení odstavce 1 § 119 občanského zákoníku, jež výslovně uvádí, že věci jsou buď movité či nemovité, lze dovozovat, že české soukromé právo existenci jiné kategorie věcí než věcí movitých a nemovitých nepřipouští: do pojmu kategorie věcí proto nelze zařazovat například věci nehmotné, jak je znal všeobecný občanský zákoník ani nelze rozšiřovat výše uvedenou doktrinní definici věci tak, aby umožňovala včlenění nehmotné věci pod pojem věc v právním smyslu. Je-li takto definován pojem věci v právním smyslu, včetně věcí movité, je třeba zkoumat, zda cenný papír, a zejména zaknihovaný cenný papír, je věcí v právním smyslu či nikoli.

Hypotéza, že cenný papír, jak v listinné, tak zaknihované podobě je věcí v právním smyslu, a to věcí movitou, je relativně rozšířeným názorem v právní doktríně i praxi.³⁹¹ Brzobohatý, jež je hlavním zastáncem této teorie uvádí celkově osm argumentů pro její podporu. Za první, na základě historického pohledu tvrdí, že cenné papíry byly považovány za věci hmotné od účinnosti všeobecného zákoníku občanského. Z toho implicitně dovozuje, že by se současné české právo mělo držet této tradice. Za druhé, na základě podobnosti mezi hotovostními peněžními prostředky a cennými papíry spočívající v tom, že jak u bankovek, tak u cenných papírů není jejich hodnota dána hodnotou nosiče, ale nominální hodnotou na ní vyznačenou, zastává stanovisko, že s bankovkami a cennými papíry je z tohoto důvodu nutno zacházet z právního hlediska stejně: je-li podle určitého proudu právní teorie možno vlastnit fyzicky existující bankovky, je podle tohoto autora možné vlastnit i cenné papíry. Za třetí, argumentace ve prospěch kvalifikace cenného papíru jako hmotné věci je opírána o možnost

³⁹⁰ Švestka, J. in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M.: Občanský zákoník – komentář, 8. vydání, 2003, C.H. Beck, str. 352-353.

³⁹¹ Brzobohatý, T., Povaha cenného papíru jako předmětu soukromoprávního vztahu, Právní praxe v podnikání, str. 1998, č. 7, ASPI LIT8277CZ, str. 51 an.; Švestka, J. in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M.: op. cit. pozn. č. 390, str. 355.

individualizace cenného papíru, přičemž zaknihovaný cenný papír je individualizován díky evidenci, tj. účtu, na kterém je veden. Za čtvrté, Brzobohatý tvrdí, že zaknihovaný cenný papír je věcí hmotnou, neboť znaky hmotného předmětu má jak „*vedení evidence*” zaknihovaných cenných papírů, tak listinný výpis z této evidence, který prostředník může pro konečného vlastníka vyhotovit. Za páté, Brzobohatý argumentuje, že jakákoli jiná klasifikace cenného papíru než jako hmotné věci movité je nemyslitelná, protože jinak by nebylo možno uplatňovat údajně univerzální teorii cenných papírů; o jakou teorii se jedná už autor ovšem neuvádí (sic!).³⁹² Za šesté, vzhledem k tomu, že zákon o cenných papírech uvádí, že na převod cenných papírů se použijí ustanovení o kupní smlouvě podle obchodního zákoníku, a poněvadž charakteristickým předmětem této smlouvy je fyzicky existující zboží, jež principiálně spadá do kategorie věcí movitých, musí být podle Brzobohatého i cenný papír kvalifikován jako věc movitá. Navíc, protože zákon o cenných papírech umožňuje nabytí cenných papírů od nevlastníka v dobré víře a takovéto nabytí je připuštěno i ohledně movitých věcí v rámci kupní smlouvy, musí být dle tohoto autora i cenný papír věcí movitou. Za sedmé, Brzobohatý uvádí, že vzhledem k tomu, že cenný papír lze držet, a občanský zákoník připouští pouze držbu věci či práva a cenné papíry nemohou představovat práva způsobilá být předmětem držby, je nutno vylučovací metodou dospět k závěru, že cenný papír může být pouze věcí. Konečně, za poslední, autor uzavírá, že cenné papíry jsou věci, protože je za ni považují předpisy občanského práva procesního.³⁹³

³⁹² Brzobohatý, T.: op. cit. pozn. č. 391, str. 51 an.

³⁹³ Poznámka k Brzobohatého argumentaci: Brzobohatého teorie cenného papíru jako věci movité je zářející hned z několika důvodů. Přestože autor kumuluje argumenty, které lze obtížně nazvat jinak než jako zavádějící, s argumenty extrémními, a přestože jeho závěry jsou v rozporu s judikaturou českých soudů, dostalo této argumentaci v právních publikacích poměrně hojně pozornosti. Nicméně vzhledem k tomu, že tato pozornost obvykle spočívala ve „zkopírování” některých autorových závěrů bez jejich bližší analýzy či dalšího rozvinutí, lze se domnívat, že tato pozornost byla vyvolána skutečností, že ve své době v české právní doktríně neexistovala alternativní analýza s obdobnou mírou podrobnost. Tato pozornost tak zřejmě byla jistou odměnou za autorovu „průkopnickou” činnost v této oblasti. Z obecného pohledu je nejdříve nutno se pozastavit nad autorovým tvrzením o nutnosti pojímat cenný papír jako hmotnou věc movitou, neboť jinak by (prý) na cenné papíry nebylo možno použít jakousi obecnou či celosvětově platnou teorii nakládání

Uvedené pojetí cenného papíru, resp. zaknihovaného cenného papíru, jako věci movité ovšem při bližší analýze nemůže obstát.³⁹⁴ Ponecháme-li stranou argument historický, je nejprve nutno se vypořádat s nesprávnou domněnkou, že s nepřímo drženým cennými papíry lze na základě analogie zacházet stejně jako s hotovostními peněžními prostředky. Přesto, že podle určitých názorů je možno považovat fyzicky existující platební prostředky, jako jsou například bankovky, za hmotné věci způsobilé být předmětem vlastnického práva, je tato analogie pro kvalifikaci zaknihovaných cenných papírů jako věci movitých naprosto irrelevantní. Skutečnost, že hodnota bankovky je odlišná od hodnoty nosiče, tj. kusu papíru, na které je bankovka vytištěna, není pro uvedenou kvalifikaci rozhodující. Zdroj hodnoty věci – ať už je reálný, tj. odpovídající hodnotě materiálu, ze které se věc sestává, či odvozený, tj. odpovídající nominální hodnotě vyznačené na věci či tržní hodnotě – není konstitutivním znakem věci v právním smyslu: například hodnota Michelangelova obrazu rovněž neodpovídá ceně plátna a použitých barev. Obdobně hodnota obchodního podílu v existující společnosti s ručením omezeným se liší od nominální hodnoty uvedené ve výpisu z obchodního rejstříku, jakož i od reálné hodnoty listu papíru, na kterém je takový výpis vytištěn. Přesto, že jde v obou případech o věci v právním smyslu, ač svou podstatou zcela odlišné, je evidentní, že konstitutivní znaky umožňující klasifikaci obou předmětů do kategorie věci v právním smyslu je třeba hledat v jiných aspektech těchto předmětů, než je zdroj jejich hodnoty. Tato analogie je navíc naprosto nefunkční ve vztahu k nepřímo drženým cenným papírům, neboť nepřímo držené cenné papíry neexistují v hmotné podobě, ať už jako listinné (bankovky) či „kovové“ (mince). Krom toho, peníze jsou jedním ze zářných

s cennými papíry: odlédneme-li od skutečnosti, že se autor před vyřknutím této myšlenky neobtěžoval o náhled do jiných právních řádů, ani se jinak nepokusil pravdivost této myšlenky verifikovat, je ze srovnávacího pohledu učiněného v této práci zřejmé, že, za prvé, žádná celosvětově univerzálně platná teorie cenných papírů neexistuje, za druhé, z osmi zkoumaných právních řádů jsou nepřímo držené cenné papíry za věci movité považovány pouze ve francouzském právním řádu, a to ještě se značnými výhradami, a, za třetí, že s cennými papíry lze úspěšně nakládat, i když nejsou považovány za věci movité, aniž by takové pojetí bylo pro zahraniční investory nesrozumitelné.

394 Kritika dalších Brzobohatého argumentů je v následujících řádcích zacílena pouze na dematerializované, tj. nepřímo držené, cenné papíry.

příkladů věcí genericky určených: pokud jsou složeny v bance, ať už na běžném či vkladovém účtu, stávají se pohledávkou vkladatele vůči bance, která se stává vlastníkem těchto peněžních prostředků. V takových případech vkladatel vždy ztrácí k těmto prostředkům věcné právo, což se projevuje například tím, že v případě insolvence banky bude takový vkladatel pouhým nezajištěným věřitelem. Vzhledem k tomu, že vkladatel hotovostních peněžních prostředků, jež svěřil bance, není nadále jejich vlastníkem, je základní premisa Brzobohatého argumentu nepoužitelná. Ze stejných důvodů je nutno odmítnout kvalifikaci nepřímo drženého cenného papíru jako věci movité na základě toho, že se na převod nepřímo držených cenných papírů použijí ustanovení kupní smlouvy, jež se zásadně vztahuje na věci movité v podobě zboží. Ustanovení tohoto smluvního typu lze totiž použít i na předměty, jež nejsou věcmi v právním smyslu jako jsou byty či nebytové prostory.³⁹⁵ Obdobně umožnění nabytí cenných papírů od nevlastníka není důsledkem „věcné“ povahy cenného papíru, ani není odvozeno od toho, že by cenný papír byl zbožím. Možnost nabýt cenný papír, resp. nepřímo držený cenný papír, od nevlastníka je z právního pohledu odvozeno z vůle zákonodárce; ekonomicky vyplývá z podstaty fungování kapitálových trhů, pro něž uplatnění tohoto principu je podmínkou *sine qua non* jak ve fázi obchodování, tak ve fázi vypořádání uzavřených obchodů. Zaměříme-li se na další Brzobohatého argument uvádějící, že nepřímo držený cenný papír je věcí, protože ho lze držet, nelze tento argument nazvat jinak než mystifikační. Zvláště nepřístojným se jeví tvrzení, že cenné papíry neumožňují trvalý a opětovný výkon, a že práva s cenným papírem spojená v podobě práva na výnos z cenného papíru jsou pouze akcesorická: nehledě na to, že právo na výnos je naprosto fundamentálním elementem pro určení ekonomické hodnoty cenného papíru, stačí pro vyvrácení tohoto argumentu nahlédnout do Ženevské úmluvy UNIDROIT, která právo na výnos z cenného papíru uvádí na prvním místě mezi právy, jimiž cenný papír konečného majitele obdařuje.³⁹⁶ Nemůže obstát ani argument, že nepřímo držené cenné papíry jsou věcmi na základě své individualizovatelnosti:

³⁹⁵ § 3, odst. 2 zákona č. 72/1994 Sb., o vlastnictví bytů, ve znění pozdějších předpisů.

právě tato vlastnost totiž zaknihovaným cenným papírům chybí, neboť, aby se cenný papír mohl stát zaknihovaným, tj. nepřímo drženým, musí být zastupitelným, tzn. neindividualizovatelným. Drtivá většina dnešních nepřímo držených cenných papírů je držena na tzv. sběrných účtech, kde jsou smíšeny zastupitelné cenné papíry různých majitelů, a tudíž identifikace jednotlivých cenných papírů je nemožná. Některé právní řády, jako například francouzský či belgický, nepřipouštějí ani transformaci dematerializovaných cenných papírů do listinné podoby, čímž vylučují i potenciální individualizaci nepřímo držených cenných papírů. Konečně k poslednímu argumentu opírající kvalifikaci nepřímo drženého cenného papíru jako věci o procesní normy nelze než podotknout, že nepřímo držený cenný papír není listinou, jak tyto normy předpokládají, a že zcela pozbyl svou průkazní funkci, jež je pro procesní právo zásadní.³⁹⁷

Kvalifikace zaknihovaného cenného papíru jako věci movité je neudržitelná z několika dalších důvodů. Především elektronický záznam na účtu cenných papírů není ničím jiným než informací zaznamenanou v paměti počítače, jež se stává smyslově vnímatelnou díky softwarovému programu prostřednictvím obrazovky počítače.³⁹⁸ Takováto informace nemůže být věcí, protože není hmotným předmětem,³⁹⁹ tzn. předmětem, jenž by byl samostatným prostorově ohraničeným objektem s nezávislou existencí. Proti této tezi bývá argumentováno, že věcí nečiní zaknihovaný cenný papír nosič, ale „*hodnota práva v cenném papíru inkorporovaná*.”⁴⁰⁰ Přestože toto označení podstaty cenného papíru je poměrně výstižné a objevuje se i v jiných právních řádech,⁴⁰¹ skutečnost, že určitý předmět občanskoprávních vztahů má určitou ekonomickou hodnotu, která je s ním spojená, neobdařuje takovýto předmět hmotnou existencí, a tudíž ji nečiní věcí v právním smyslu. Určitá ekonomická hodnota je spojena v podstatě s jakýmkoli

396 Čl. 9, odst. 1, písm. a) Ženevské úmluvy UNIDROIT.

397 Brügger, D.: op. cit. pozn. č. 373, str. 14.

398 Elek, Š.: Vlastnické právo k cenným papírům, Právník, č. 4/2002, str. 442.

399 Elek, Š.: op. cit. poz. č. 213, str. 1060.

400 Švestka, J., in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M.: op. cit. pozn. č. 390, str. 355 - 356.

401 Nizard, F.: op. cit. pozn. 184.

majetkovým právem a jedná-li se o postupitelné pohledávky, může tato hodnota spolu s tímto právem cirkulovat. To však ještě nevytváří z každého práva či pohledávky hmotný předmět, a konsekventně ani věc v právním smyslu.

Sestává-li se cenný papír ze dvou základních elementů – fyzického nosiče a souboru subjektivních závazkových práv – a jeden z těchto elementů, v případě zaknihovaných cenných papírů fyzický nosič, přestane existovat, je legitimní se tázat, zda takový cenný papír nelze charakterizovat pouze podle zbývajících elementů, tj. souboru subjektivních závazkových práv konečného majitele vůči emitentovi. Definici cenného papíru jako subjektivního práva, které se odlišuje od ostatních práv zápisem v elektronické evidenci a které může vykonávat pouze osoba, která je v této evidenci zapsána jako osoba oprávněná toto právo vykonávat, rozvádí Elek.⁴⁰² Elek charakterizuje zaknihovaný cenný papír jako „subjektivní právo obvykle relativní povahy, které je spjato [...] se zápisem ve zvláštní evidenci takovým způsobem, že dané subjektivní právo může vykonat jen ten, kdo [...] je ve zvláštní evidenci zaregistrován jako majitel tohoto práva (tedy jako věřitel).“⁴⁰³ Jakkoli je Elekova argumentace atraktivní a mnohem přesvědčivější než nefunkční analýzy založené pouze na formálním aspektu cenných, nelze u této kvalifikace zůstat a na jejím základě řadit zaknihovaný cenný papír do kategorie (subjektivních) práv jako předmětu občanskoprávních vztahů ve smyslu ustanovení odstavce 1 § 118 občanského zákoníku. Důvodem proto je skutečnost, že práva s cennými papíry spojená tvoří ucelenou skupinu pohledávek vyznačující se určitými specifickými znaky, jež je odlišují od běžných pohledávek (závazkových práv), například zastupitelností či převoditelností změnou záznamu na účtu cených papírů. Díky těmto vlastnostem se tyto

⁴⁰² Elek, Š.: op. cit. poz. č. 213, str. 1068-1069: Elek provádí výčet společných znaků, jimiž se zaknihované cenné papíry vyznačují:

- „právo může vykonat jen ten, kdo je [...] zaregistrován jako oprávněný (tj. věřitel) ve zvláštním rejstříku;
- právo vzniká [...] registrací ve zvláštní evidenci; tento znak však neplatí bezvýjimečně, protože např. akcionářská práva vznikají před vydáním akcie, a to bez ohledu na to, zda se jedná o listinnou nebo zaknihovanou akcii;
- právo zaniká [...] výmazem ze zvláštní evidence;
- právo se převádí [...] registrací ve zvláštní evidenci; [...].“

specifické pohledávky je přibližují pojmu věci. V této souvislosti si lze dovolit přirovnání se situací ve švýcarském právu a tvrdit, že i v českém právu vykazují zaknihované cenné papíry jak znaky závazkového práva ve formě pohledávky, tak určité znaky věci.⁴⁰⁴

Nelze-li zaknihovaný cenný papír považovat za věc v právním smyslu ani za právo, nezbyvá než možnost poslední – kvalifikovat zaknihovaný cenný papír jako jinou majetkovou hodnotu. Správnost zařazení zaknihovaného cenného papíru do kategorie jiných majetkových hodnot ve smyslu ustanovení odstavce 1 § 118 potvrzuje i soudní judikatura. Vrchní soud pedagogicky osvětlil podstatu zaknihovaných cenných papírů: „*Především je nutno poukázat na skutečnost, že v tomto případě jde o zaknihované cenné papíry, které fyzicky neexistují a existují jen jako evidovaná položka ve Středisku cenných papírů. Nesplňují tedy předpoklady předmětu vlastnictví ve smyslu § 123 ObčZ, zejména je nelze držet. Proto také zákon o cenných papírech důsledně hovoří nikoliv o vlastníku cenného papíru, ale o jeho majiteli. Zaknihované cenné papíry jsou v majetku určité osoby, nikoliv v jejím vlastnictví.*”⁴⁰⁵ Přesto, že v mezidobí došlo ke změně zákona o cenných papírech a pojem majitele cenných papírů byl nahrazen termínem vlastník cenných papírů, a rovněž bylo přidáno ustanovení, podle kterého se na cenné papíry použijí ustanovení o věcech movitých, neměla tato změna vliv na kvalifikaci zaknihovaného cenného papíru jako „*jiné majetkové hodnoty*” v rámci předmětu občanskoprávních vztahů. To ostatně potvrzuje i Nejvyšší soud, když uvádí, že „*za stavu, kdy k podřízení cenných papírů režimu věcí movitých (zákonem č. 362/2000 Sb.) nedošlo na základě změny v obsahu práv a povinností do nich inkorporovaných, ale zcela nepochybně (neboť jiného logického důvodu pro takovou změnu není) na základě závěru, že jejich právní režim je třeba z důvodu ochrany jejich vlastníků i třetích osob postavit najisto, nebylo by logické dovést, že ze skutečnosti, že právní předpisy neformulovaly právní režim cenných*

403 Elek, Š.: op. cit. poz. č. 213, str. 1069.

404 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 35.

405 Vrchní soud v Praze, rozsudek ze dne 24.03.1998, spis. zn. 5 Cmo 423/97, publikováno: Soudní rozhledy, SR 9/1998 str. 234 (LEXDATA).

*papírů zcela jednoznačně, plyne, že soud jejich majitelům odepře potřebnou ochranu.*⁴⁰⁶ Určitá část doktríny toto pojetí vzala za své a potvrdila zařazení zaknihovaných cenných papírů do soukromoprávní kategorie „jiné majetkové hodnoty.”⁴⁰⁷ Uvedený náhled na zaknihované cenné papíry v poslední době nejlépe shrnul Kříž, podle kterého „po 1. lednu 2001 je možno cenné papíry bez ohledu na jejich podobu (tedy zda se jedná o akcie zaknihované či listinné) charakterizovat jako zvláštní hodnotu podobnou věcem movitým s tím, že majetkové právo vážící se k cenným papírům je obdobné právu vlastnickému a je mu postaveno na roveň. Je samozřejmě otázkou, zdali nelze rovnou uvést, že cenné papíry jsou prostě věci, věci movitou, se kterou je spojeno vlastnické právo, ale jsem přesvědčen o tom, že tento rozšiřující výklad pojmu věci by zastřel zvláštní povahu cenných papírů, kde hmotný substrát (u listinných cenných papírů) není jejich podstatou a „cennost“ těchto skriptur spočívá v právech a povinnostech v nich ztělesněných, a navíc by zcela neosvětlil problematiku zaknihovaných cenných papírů a práv v nich obsažených.”⁴⁰⁸

Kategorizace zaknihovaného cenného papíru mezi předměty občanskoprávních vztahů by neměla být zaměňována s otázkou, zda je zaknihovaný cenný papír způsobilým předmětem věcných práv, resp. vlastnictví. Někteří autoři totiž účelově kvalifikují zaknihovaný cenný papír jako věc movitou, aby mohli učinit takový cenný papír předmětem vlastnického práva,⁴⁰⁹ neboť v českém právu nemůže být podle převažujícího názoru pohledávka předmětem vlastnického práva.⁴¹⁰ Aby nepřímo držený cenný papír mohl být považován za způsobilý předmět vlastnického práva, není nutné snažit se ho „násilně” umístit do kategorie věcí movitých. Zaknihovaný cenný papír může být potenciálně předmětem

⁴⁰⁶ NS ČR, spis. zn. 29 Odo 1216/2005, vydaný dne 28. 8. 2007, str. 3.

⁴⁰⁷ Například Dědič, J., a kol.: op. cit. pozn. č. 188, str. 21; Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., a kol.: op. cit. pozn. č. 189, str. 19-20; Eleš, Š.: op. cit. pozn. č. 213, str. 1069.

⁴⁰⁸ Kříž, R., Úvaha na téma opuštění listinných a zaknihovaných akcií, Právní fórum, č. 1, 2010, ASPI č. LIT34864CZ, str. 16 an.

⁴⁰⁹ Například Brzobohatý, T.: op. cit. pozn. č. 391, str. 51 an; Švestka, J., in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M.: op. cit. pozn. č. 390, str. 355 - 356.

⁴¹⁰ Švestka, J.: in Občanské právo hmotné, kolektiv autorů: op. cit. pozn. č. 157, str. 198.

věcných práv, včetně práva vlastnického, i když jako věc movitá kvalifikován nebude. Zákon o cenných papírech předepisuje analogické použití ustanovení o věcech movitých na cenné papíry, tzn. rozšíření působnosti těchto ustanovení na cenné papíry, včetně zaknihovaných, jež by se jinak na kategorii cenných papírů nepoužila, neboť cenné papíry, a zejména ty zaknihované, věcmi movitými nejsou. Zaknihovaný cenný papír by neměl být zařazován do kategorie věcí na základě teze argumentující, že pojem věci podle současného občanského zákoníku by měl být vykládán ve světle definice věci podle všeobecného občanského zákoníku – tj. jako „*všechno, co od osoby je rozdílné a slouží k potřebě lidí*“⁴¹¹ – a v důsledku toho rozšířen na věci nehmotné a závazková práva. Pojem věci podle všeobecného občanského zákoníku mnohem více než pojmu věci v právním smyslu podle současného občanského zákoníku odpovídá pojmu „*předmět občanskoprávních vztahů*.“ Ten kromě věcí zahrnuje i práva a jiné majetkové hodnoty. Pokud jde o věci, platný občanský zákoník zná pouze dvě kategorie věcí (věci movité a nemovité). Pojmu věci podle aktuálního občanského zákoníku odpovídá v terminologii všeobecného občanského zákoníku pojem věci tělesné, jež se rovněž dělila na věci movité a nemovité,⁴¹² přičemž ani jedna z těchto kategorií nezahrnovala závazková práva či věci nehmotné.

Vzhledem k tomu, že zaknihovaný cenný papír není ani věcí ani právem, ale má vlastnosti obou těchto předmětů,⁴¹³ je nutno ho zařadit do zbytkové kategorie jiných majetkových hodnot. Toto zařazení však nijak nepomáhá při určení režimu nakládání se zaknihovanými cennými papíry, neboť kategorie jiných majetkových hodnot ani vlastní režim nakládání nemá. Proto by bylo nanejvýš vhodné, aby zákonodárce výslovně specifikoval, že zaknihované cenné papíry jsou zvláštním předmětem občanskoprávních vztahů, stejně jako to občanský zákoník činí u bytů či nebytových prostor, a legislativně upravil režim, jímž se nakládání se zaknihovanými cennými papíry bude řídit. Listinné cenné papíry by bylo možno

⁴¹¹ § 285 ABGB.

⁴¹² § 293 ABGB.

⁴¹³ Elek, Š.: op. cit. poz. č. 213, str. 1068.

dále řadit do kategorie věcí movitých. V tomto směru by sice došlo k rozpadu obecného termínu „*cenný papír*,“ nicméně vzhledem k tomu, že pojem listinných cenných papírů zahrnuje kromě jiného platební prostředky, zbožové cenné papíry atd., jejichž podstata a režim nakládání se zásadně liší od kategorie zaknihovaných cenných papírů, nepřineslo by toto oddělení žádné závažné problémy. Ba právě naopak, mnohem lépe by ilustrovalo existující tržní realitu. Alternativně by bylo možné označit cenné papíry jako celek za zvláštní předmět občanskoprávních vztahů, a na listinné cenné papíry v dalším kroku aplikovat režim věcí movitých analogicky k tomu, jak to činí současný zákon o cenných papírech.

Ve vztahu k návrhu nového občanskému zákoníku je kategorizace zaknihovaných cenných papírů o poznání jednodušší, neboť tento návrh obsahuje jak definici zaknihovaných cenných papírů, tak definici věcí nehmotných.⁴¹⁴ Nicméně definici zaknihovaných cenných papírů podle tohoto návrhu nelze považovat za zdařilejší než současnou definici uvedenou v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Vymezuje-li návrh nového občanského zákoníku zaknihovaný cenný papír jako cenný papír, jež lze vydat jako zápis do evidence vedené podle jiného zákona za podmínek v něm stanovených,⁴¹⁵ jde stále pouze o sub-kategorii cenných papírů. Dle definice obsažené v tomto návrhu cenný papír obsahuje práva, která jsou s ním vzhledem k jeho povaze spojena takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez tohoto cenného papíru uplatnit.⁴¹⁶ Tato definice je ovšem pro zaknihované cenné papíry nepoužitelná, neboť práva se zaknihovaným cenným papírem spojená nelze uplatňovat spolu s hmotným nosičem. Navíc u zaknihovaného cenného papíru spojení s hmotným substrátem nijak nevyplývá z povahy zaknihovaného cenného papíru, neboť tento typ cenného papíru žádný hmotný substrát nemá. V tomto kontextu je třeba se ptát, proč byla definice

⁴¹⁴ § 468, odst. 2 nNOZ: Nehmotné věci jsou práva, jejichž povaha to připouští, a jiné věci bez hmotné podstaty.

⁴¹⁵ § 485, odst. 2, věta druhá nNOZ.

⁴¹⁶ § 485, odst. 1 nNOZ.

cenného papíru inspirována normami italského a ruského právního řádu⁴¹⁷ a zvláště starými normami švýcarského právního řádu, jež pro svou nefunkčnost bylo nutno nahradit novou právní úpravou,⁴¹⁸ a nikoli moderními zákonnými úpravami právních řádů, jako je například nová úprava švýcarská či lucemburská. Bude-li návrh nového občanského zákoníku přijat v současné podobě, budoucí zvláštní úprava věnovaná zaknihovaným cenným papírům by měla výslovně zmínit, že zaknihované cenné papíry jsou věcmi nehmotnými. Tak budou rozptýleny veškeré pochybnosti ohledně charakteru těchto předmětů a jejich status bude postaven najisto. Zařazení nepřímo držených cenných papírů mezi věci nehmotné a následná aplikace režimu hmotných věcí movitých,⁴¹⁹ jak to činí návrh nového občanského zákoníku, je problematičtější: toto řešení totiž není ničím jiným, než vyjádřením prvotního přístupu založeného na fikci, že nepřímo držený cenný papír je movitou věcí a s jako takovou je s ní třeba disponovat. Toto řešení působí v právních řádech, jež s ním rovněž operují, značné problémy a pro adresáty přináší více otázek než odpovědí.⁴²⁰

Díl třetí – Účet cenných papírů

Účet cenných papírů je pro nepřímou držbu cenných papírů existenční podmínkou *sine qua non*. Bez účtu cenných papírů nemůže existovat ani nepřímá držba, ani nepřímo držené cenné papíry. Aby měla nepřímá držba smysl i ekonomický, je třeba, aby byl cenný papír připsatelný a odepsatelný z účtu cenných papírů, aniž by bylo nutno splnit další náležitosti k tomu, aby byl takový převod účinný vůči třetím osobám. Jinými slovy, není-li možno cenný papír připsat či odepsat z účtu cenných papírů s účinky vůči třetím osobám, aniž by bylo nutno splnit další podmínky nesouvisející s fungováním účtu cenných papírů, jako je například oznámení této změny emitentovi cenných papírů, nepřímá držba cenných papírů v

⁴¹⁷ Důvodová zpráva k vládnímu návrhu nového občanského zákoníku, str. 115.

⁴¹⁸ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 14.

⁴¹⁹ § 470, odst. 3 nNOZ: Veškeré další věci, ať je jejich podstata hmotná nebo nehmotná, jsou movité; § 919 nNOZ: Ustanovení této hlavy se použijí na věci hmotné i nehmotné, na práva však jen potud, připouští-li to jejich povaha a neplyne-li ze zákona něco jiného.

drtivé většině případů vůbec nevznikne a některé právní řády její vznik v takových případech ani neumožňují.

Oddíl 1 – Funkční pojetí účtu cenných papírů

Přestože je pojem účtu cenných papírů známý téměř všem jurisdikcím vyspělých států a téměř ve všech státech existuje ve více či méně jednotných podobách, činí jeho právní definice potíže. Jak účet cenných papírů, tak nepřímo držené cenné papíry bývají jak na mezinárodní i vnitrostátní úrovni definovány tautologicky: účtem cenných papírů se obvykle rozumí účet, na který může být cenný papír připsán či z kterého může být odepsán; naopak nepřímo drženým cenným papírem se rozumí cenný papír, jež může být připsán na účet cenných papírů či z něho odepsán. Této tautologie se dopouští Ženevská úmluva,⁴²¹ Haagská úmluva,⁴²² americký jednotný obchodní zákoník⁴²³ i švýcarský zákon o nepřímo držených cenných papírech. Přes tyto obtíže je možno z těchto strohých definic vyvodit pracovní definici účtu cenných papírů a rozumět jím evidenci vedenou odděleně od jiných evidencí týkajících se osoby emitenta, v níž lze činit záznamy odpovídající připsání či odepsání cenných papírů či jinému označení, jimiž se mění právní postavení dotčených stran. Tato definice vylučuje z pojmu účtu cenných papírů evidence vedené za jiným účelem (jako například účetní evidence), které sice mohou též zaznamenávat připsání či odepsání cenných papírů, avšak jsou pouze informativního charakteru, tj. provedení záznamu v nich nijak nemění práva a povinnosti prostředníka, majitele účtu či třetí strany.

⁴²⁰ Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 46.

⁴²¹ Ženevská úmluva UNIDROIT, čl. 1, písm. (c): „*účtem cenných papírů*“ se rozumí účet vedený prostředníkem, na něž mohou být cenné papíry připsány, nebo ze kterého mohou být odepsány; čl. 1, písm. (b): „*nepřímo drženými cennými papíry*“ se rozumí cenné papíry připsané k dobru účtu cenných papírů nebo veškerá práva k cenným papírům, která vyplývají ze zůstatku na účtu cenných papírů.

⁴²² Haagská úmluva, čl. 1, písm. (b): „*účtem cenných papírů*“ se rozumí účet vedený prostředníkem, na něž mohou být cenné papíry připsány nebo ze kterého mohou být odepsány; čl. 1, písm. (f): „*cennými papíry drženými přes prostředníka*“ se rozumí práva majitele účtu vyplývající ze zůstatku na účtu cenných papírů.

⁴²³ § 8-501(a) UCC: „*Účtem cenných papírů*“ se rozumí účet, na který je nebo může být připsáno finanční aktivum v souladu se smlouvou, podle které se smluvní strana spravující

Základní funkcí účtu cenných papírů je zaznamenávat cenné papíry a jejich majitele. Účet nemusí nutně zaznamenávat jednotlivé cenné papíry, nicméně musí zaznamenávat cenné papíry stejného druhu. Standardním typem účtu je účet sběrný, kde jsou souhrnně evidovány zastupitelné cenné papíry všech klientů daného prostředníka. Výjimkou je z důvodu vyšších nákladů účet individuální, kde má každý majitel evidovány své cenné papíry odděleně od ostatních klientů daného prostředníka. Jak bylo řečeno, účet cenných papírů musí být schopen evidovat jednotlivé kategorie cenných papírů. V tomto směru se liší od peněžního účtu, ať už vkladového či běžného: zatímco peněžní účet eviduje jediný typ zůstatku, a to výši hotovosti, „*účet cenných papírů musí zaznamenávat tolik zůstatků, kolik je druhů cenných papírů připsaných na účet.*“⁴²⁴ V rámci jednoho zůstatku mohou být evidovány pouze zastupitelné cenné papíry jednoho typu, jimiž se obecně rozumí v případě účastnických cenných papírů cenné papíry vydané stejným emitentem, stejného druhu⁴²⁵ a ve stejné formě,⁴²⁶ v případě jiných cenných papírů než akcií pak cenné papíry vydané ve „*stejně měně, pod stejným označením, se stejnou dobou splatnosti a se stejným úrokem, se které jsou považovány za součást stejné emise.*“⁴²⁷ Vedle zaznamenání cenných papírů, musí účet cenných papírů rovněž označovat osobu majitele účtu a přiřadit této osobě počet cenných papírů, jež má evidovány na účtu ve svůj prospěch. Touto osobou může být buď konečný majitel účtu bez ohledu na to, zda se jedná o fyzickou či právnickou osobu, či prostředník, jež může být buď konečným majitelem či osobou, jež eviduje cenné papíry pro své klienty. Prostředník, včetně centrálního depozitáře, může vést účet pro konečného majitele účtu či pro jiného prostředníka. Účet cenných papírů může mít podobu buď zákaznického účtu nebo vlastnického účtu: v prvním případě je na účtu jako oprávněný k tomuto účtu veden prostředník

účet zavazuje zacházet s osobou, pro kterou je účet spravován, jako s osobou oprávněnou vykonávat práva inkorporovaná v tomto finančním aktivu.

424 Návrh oficiálního komentáře, str. 6.

425 Zastupitelnými nejsou například kmenové a preferenční akcie, byť by byly vydány v rámci jedné emise.

426 Zastupitelnými nejsou například akcie na jméno a na majitele, či akcie na jméno znějící na různé subjekty.

427 Návrh oficiálního komentáře, str. 10.

mající přímý vztah s osobou vedoucí tento účet; v druhém případě osoba vedoucí účet pro prostředníka, se kterým je v přímém vztahu, uvádí jako oprávněného z tohoto účtu pouze konečného majitele účtu. Tímto konečným majitelem může být buď konečný investor nebo prostředník, jedná-li se o cenné papíry v jeho vlastním majetku.

Vedle účtů cenných papírů existují rovněž další typy účtů, které s účty cenných papírů souvisí. Tyto účty umožňují provádění dispozic s cennými papíry prostřednictvím účtu cenných papírů. V zásadě se jedná o dva typy účtů: o související účty cenných papírů a hotovostní peněžní účty. Na souvisejících účtech cenných papírů jsou obvykle registrovány provizorní či budoucí nároky vztahující se k cenným papírům či nároky bez přesné specifikace cenných papírů, k nimž se tyto nároky vztahují. Příkladem takového souvisejícího účtu je účet „*en différé*“ podle belgického práva (do češtiny přeloženo jako „*odložený účet*“)⁴²⁸ či tzv. „*maržový účet*.“ U hotovostních účtů se jedná o standardní peněžní účty, jež umožňují uhrazení ceny za cenné papíry připsané na účet cenných papírů.

Aby cenné papíry mohly být na připsány účet cenných papírů, musí tento účet v okamžiku připsání existovat. K tomu, aby účet cenných papírů mohl existovat je třeba uzavření smlouvy o vedení účtu cenných papírů. Vznik účtu cenných papírů na základě jiné skutečnosti než na základě smlouvy o vedení účtu cenných papírů – například na základě zákona, jako je tomu u skandinávského centrálního depozitáře⁴²⁹ – je spíše výjimečný. Účet cenných papírů může vzniknout bez toho, aby na něj byly připsány jakékoli cenné papíry. Smlouva o vedení účtu může existovat zcela nezávisle na tom, zda jsou na účtu jakékoli cenné papíry

⁴²⁸ Haentjens, M.: Harmonisation of Securities Law – Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007, Netherlands, str. 63.

⁴²⁹ Afrell, L., Wallin-Norman, K.: Direct or Indirect Holdings – a Nordic Perspective, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 277 an.; Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K.: Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držných přes prostředníka: op. cit. pozn. č. 87, str. 32 a 90.

evidovány. Naopak jsou-li veškeré cenné papíry z účtu odepsány a zůstatek je nulový, smlouva o vedení účtu i účet cenných papírů mohou existovat i nadále.⁴³⁰

Z funkčního hlediska je možno uzavřít, že účet cenných papírů musí být schopen zaznamenat tolik zůstatků, kolik je jednotlivých druhů zastupitelných cenných papírů na něm registrovaných a přiřadit k těmto cenným papírům subjekty, v jejichž prospěch jsou cenné papíry evidovány. Účet cenných papírů může být veden centrálním depozitářem či prostředníkem buď pro jiného prostředníka nebo konečného majitele, přičemž se může jednat buď o zákaznický účet či o účet individuální. Účet cenných papírů je zpravidla zřízen na základě smlouvy o vedení účtu, bez které účet cenných papírů nemůže zpravidla existovat a bez které cenné papíry nemohou být na účet cenných papírů připsány; na druhou stranu účet cenných papírů může existovat bez toho, aniž by na něm jakékoli cenné papíry byly registrovány. Účet cenných papírů ovšem není právem pojímán pouze z hlediska jeho funkce, ale je rovněž kvalifikován a klasifikován jako objekt práva.

Oddíl 2 – Právní pojetí účtu cenných papírů

Účet cenných papírů je předmětem regulatorních i soukromoprávních norem, přičemž v určitých jurisdikcích, jeho formálně právní procesní aspekty způsobují přesah do hmotněprávních kategorií soukromého práva. Odhlédneme-li od fyzického podkladu účtu, a zaměříme-li se na jeho právní podstatu, lze konstatovat, že *„účet je v zásadě ujednání směřující ke zjednodušení vypořádání operací, které vznikají mezi dotčenými stranami.“*⁴³¹ Téměř každý právní řád, který umožňuje vést evidenci cenných papírů, reguluje náležitosti identifikace účtu cenných papírů, jeho obsahu a způsobu vedení. Dodržování těchto náležitostí následně kontroluje prostřednictvím veřejných orgánů či soukromoprávních osob, jimž propůjčuje kontrolní pravomoci. Účet cenných papírů představuje předmět

⁴³⁰ Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K.: Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka: op. cit. pozn. č. 87, str. 32.

⁴³¹ Deguée, J.-P., Devos, D.: La loi applicable aux titres intermédies : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002; Revue de Droit Commercial Belge, 2006, č. 1, str. 21.

této regulace a v rámci dozorové činnosti orgánů nad dodržováním povinností stanovených regulatorními předpisy bývá rovněž důkazem o jejich splnění.

Účty cenných papírů jsou obvykle regulovány zákonnými normami či podzákonnými normami vydanými na základě a v mezích zákona orgánem pověřeným dohledem nad kapitálovým trhem. Jedná se zpravidla o donucující normy veřejnoprávního charakteru působící v oblastech práva, jež jsou primárně soukromoprávní. Vzhledem k tomu, že výkon činnosti prostředníka spočívající ve vedení účtu cenných papírů je činnost úplatná, podléhá drtivá většina prostředníků obecným obchodněprávním předpisům vztahujícím se na obchodníky či podnikatele. Důsledkem aplikace těchto předpisů je v určitých právních rádech zařazení účtů cenných papírů do kategorie obchodních knih⁴³² a uplatnění povinností týkajících se vedení těchto knih, včetně účetních povinností, i na prostředníky.⁴³³ Pro některé autory je účetní charakter účtu cenných papírů jeho nejpřednějším aspektem, neboť *„účet cenných papírů je především účetní dokument, který zaznamenává operace provedené majitelem účtu: jedná se o záznamy fluktuací (na základě učiněných operací) v podobě účetních zápisů (připsání či odepsání) v rámci smlouvy o vedení účtu.“*⁴³⁴ Z hlediska obsahového upravují regulatorní předpisy především povinnosti prostředníků týkající se technických aspektů účtu cenných papírů, možností přístupu k účtu, ochrany před neoprávněným přístupem, identifikace účtu a cenných papírů na na něm registrovaných, zasílání výpisů z účtu či podmínky rekonsiliace počtu cenných papírů na účtu s počtem cenných papírů na účtech vyšších úrovní. V případě kontroly příslušným regulatorním orgánem představuje účet cenných papírů důkazní prostředek umožňující prokázání plnění uvedených povinností kontrolnímu orgánu. Z hlediska nepřímé držby jsou nejzásadnějším regulatorními faktory požadavky na identifikaci účtu a cenných papírů na účtu evidovaných.

⁴³² Například v německém a rakouském právním řádu: § 14, odst. 1 německého DepotG; Canaris, C.-W., Begriff und Rechtsnatur des Kontos in Staub Großkommentar zum Handelsgesetzbuch, Walter de Gruyter, Berlin/New York, 1988, str. 104; § 11, odst. 1 rakouského DepotG.

⁴³³ Dotazník LCG-EC, str. 69-70 a 81-82.

Vyžadují-li uvedené regulační předpisy téměř bezvýhradně nezaměnitelnou identifikaci účtu cenných papírů, nelze to samé tvrdit o identifikaci jednotlivých cenných papírů. Přestože všechny zkoumané právní řády umožňují registraci jednotlivých cenných papírů, většina nepřímo držených cenných papírů je držena na účtech, jež umožňují pouze identifikaci jednotlivých zastupitelných druhů cenných papírů. Pokud jsou cenné papíry zastupitelné, nejsou na účtu identifikovány individuálně, ale je pouze udán celkový počet cenných papírů v rámci daného identifikovaného druhu zastupitelných cenných papírů určitého majitele. Je-li cenný papír nezaměnitelně identifikovatelný pouze díky identifikaci účtu, nabízí se v tomto ohledu otázka, zda by objektem věcného práva - jež pro svou existenci vyžaduje nezaměnitelnou individualizaci předmětu, na který se vztahuje - neměl být namísto nepřímo drženého cenného papíru účet cenných papírů.

Z hlediska soukromoprávního lze účet cenných papírů kvalifikovat jako předmět smlouvy o vedení účtu, který je možno chápat jako součást smlouvy samotné⁴³⁵ či jako důkazní prostředek prokazující splnění povinností vyplývajících ze smlouvy o vedení účtu. Přestože účet cenných papírů neztělesňuje smlouvu o vedení účtu, představuje výlučný či nevýlučný důkazní prostředek k prokázání existence cenných papírů evidovaných na účtu, jakož i práv majitele vztahujících se k takovým cenným papírům. Vzhledem k tomu, že účet cenných papírů musí být vždy veden prostředníkem, jenž podléhá výše uvedeným regulačním povinnostem, které mimo jiné vyžadují od prostředníků přijetí takových opatření, které znemožní zničení či poškození účtu cenných papírů, je zánik účtu cenných papírů spíše teoretickou možností. Je-li však účet cenných papírů výlučným důkazním prostředkem, naskýtá se podobně jako u určitých cenných papírů otázka, zda tato skutečnost nemůže mít za následek přesah do hmotného práva a zda by nebylo možné považovat účet cenných papírů za věc v právním smyslu způsobitou být předmětem věcných práv, například práva vlastnického. První

⁴³⁴ Degué, J.-P., Devos, D.: op. cit. pozn. č. 431, str. 21.

⁴³⁵ Toto pojetí zastává například belgické právo (Dotazník LCG-EC, str. 70).

indicií podporující tuto premisu najdeme v některých právních řádech, které označují majitele účtu za vlastníka účtu. Druhou indicii lze spatřovat ve skutečnosti, že každý účet cenných papírů je na rozdíl od cenných papírů nezaměnitelně individualizovatelný díky číslu, jež je každému účtu při vzniku přiděleno. Třetí indicíí je možnost nakládat s účtem cenných papírů jako s celkem, neboť některé právní řády umožňují zřídit zástavní právo k účtu cenných papírů jako celku bez ohledu na eventuelní změny v počtu cenných papírů na daném účtu. Na druhou stranu však nelze nevidět, že účet cenných papírů je pouze soubor elektronických záznamů uložených v paměti počítače. Nejedná se o hmotný předmět. Tato absence „*tělesnosti*“ pojmově vylučuje účet cenných papírů z kategorie věcí v těch právních řádech, které u věci vlastnost „*tělesnosti*“ bezpodmínečně vyžadují.⁴³⁶ Proti kvalifikaci účtu cenného papíru jako věci dále mluví skutečnost, že účet nelze převést jako celek, včetně čísla, od jednoho prostředníka k druhému. Problematickou je rovněž skutečnost, že účet cenných papírů je v řadě právních řádů považován za smlouvu či její součást, která může existovat zcela nezávisle na tom, zda jsou na něm nějaké cenné papíry registrovány: účet cenných papírů by tak mohl měnit svoji podstatu z věci na závazek a opačně pokaždé, když by z něj byly cenné papíry zcela odepsány. Přestože účet cenných papírů „*není tělesným předmětem místně lokalizovatelným*,“⁴³⁷ je objektem smyslově vnímatelným, člověkem ovladatelným, s nezpochybnitelným ekonomickým užitkem. Vzhledem ke zmíněné možnosti existence „*prázdného*“ účtu cenných papírů, tj. bez toho, aby na něm byly zaznamenány jakékoli cenné papíry, je účet cenných papírů možno připodobnit věci hromadné, která může rovněž přechodně existovat jako „*prázdna množina*“ bez přítomnosti předmětů, které jsou její součástí. Lze ovšem kvalifikovat účet cenných papírů jako *rerum universitatis*, tzn. věc představující souhrn předmětů, které tvoří funkčně a hospodářsky jeden nerozlučný celek? *De lege lata* se ve všech zkoumaných právních řádech – s jistou výjimkou francouzského právního řádu – , zdá odpověď na tuto otázku negativní, neboť

⁴³⁶ Například německý právní řád a § 90 BGB.

souhrn cenných papírů nezískává kumulaci na účtu zvláštní užitkovou či hospodářskou funkci odlišnou od jeho částí jako je tomu u věcí hromadných.

Kapitola 1 – Účet cenných papírů jako věc hromadná?

Francouzské právo

Francouzský zákon č. 81-1160 ze dne 30. prosince 1981, jež provedl dematerializaci cenných papírů, vytvořil dva typy účtů cenných papírů: účet vedený u prostředníka a účet vedený u emitenta.⁴³⁸ Smyslem prvního typu účtu bylo soustředit anonymní cenné papíry na majitele u prostředníka, zatímco smyslem druhého koncentrovat cenné papíry na jméno přímo u emitující osoby: první typ účtu měl sloužit k obchodům s dematerializovanými cennými papíry na kotovaných trzích, druhý mimo tyto trhy. Nicméně, jelikož původně anonymní listinné cenné papíry začaly být soustřeďovány u prostředníků jako osob vykonávající činnost podřízenou povolovacímu a regulatornímu režimu, pro něž z tohoto režimu vyplývala povinnost kdykoli identifikovat majitele účtu,⁴³⁹ vedla tato skutečnost ke smazání rozdílu mezi cennými papíry na majitele a na jméno. Režim cenných papírů na jméno se začal uplatňovat *de facto* na všechny typy cenných papírů, včetně cenných papírů na majitele: „*v obou případech je konečný investor emitentovi znám a v obou případech investor musí mít otevřený účet cenných papírů.*“⁴⁴⁰ Tento proces rovněž urychlilo umožnění vydávat zaknihované cenné papíry na majitele nekotovaným společností.⁴⁴¹ Je-li účet veden emitentem či osobou k tomuto účelu emitentem pověřenou, jedná se v podstatě o seznam držitelů příslušných cenných papírů, kde emitent či osoba jím pověřená zaznamenávají změny subjektů, jímž cenné papíry náleží.⁴⁴² Účet

437 Degué, J.-P., Devos, D.: op. cit. pozn. č. 431, str. 21.

438 Čl. 1, odst. 2 zákona č. 81-1160 ze dne 30. prosince 1981.

439 Čl. L228-2 francouzského Code de commerce.

440 Neuville, S.: op. cit. pozn. č. 241, str. 201.

441 Čl. 211-4, odst. 3 francouzského CMF.

442 Tzv. régime des titres nominatifs purs.

cenných papírů může být veden prostředníkem, který buď pouze vede účet,⁴⁴³ tj. zaznamenává operace s finančními nástroji podle příkazů vlastníka,⁴⁴⁴ či účet nejen vede, ale i spravuje,⁴⁴⁵ tj. kromě provádění záznamů činí úkony k uchování hodnoty cenných papírů na účtu zaznamenaných.⁴⁴⁶ Účet cenných papírů u prostředníka může zaznamenávat buď zaknihované cenné papíry na majitele či přechodně zaknihované cenné papíry na jméno v případě, že entita, jež tyto cenné papíry vydala, hodlá tyto cenné papíry uvést na organizovaný trh, v důsledku čehož tyto cenné papíry změní formu na majitele. Konečný investor musí povinně vést zaknihované cenné papíry na účtu u prostředníka, tj. uzavřít smlouvu o vedení účtu a otevřít si účet cenných papírů. Alternativně v případě, že konečný investor drží zaknihované cenné papíry na jméno evidované na účtu u emitenta, může tento investor pověřit prostředníka, aby spravoval jeho účet u emitenta; zároveň se však musí zavázat, že ohledně cenných papírů evidovaných na účtu u emitenta bude dávat příkazy pouze zvolenému prostředníkovi.⁴⁴⁷ Dispozice s těmito cennými papíry na jméno mohou být z hlediska konečného investora prováděny stejně jako dispozice s cennými papíry na majitele za předpokladu, že jsou prováděny prostřednictvím zvoleného prostředníka, tj. změnou v záznamu na účtu majitele vedeného u tohoto prostředníka. Rekonsiliace záznamů na účtu konečného majitele u prostředníka a u emitenta je úkolem prostředníka.

Prostředníci budou mít obvykle zřízen na vyšší úrovni vlastnického řetězce u prostředníka či centrálního depozitáře Euroclear France S.A. účet na své jméno. Tento účet může být sběrným účtem, jež nemusí rozlišovat cenné papíry jednotlivých klientů prostředníka; prostředník nicméně musí vždy dodržet povinnost oddělení vlastních a klientských cenných papírů. Podrobnější pravidla ohledně vedení účtu u prostředníků na vyšší úrovni upravuje článek 332 nařízení AMF, resp. článek 4.1 an. operačních pravidel Euroclear France S.A.

⁴⁴³ Ve fr.: „*tenue de compte*.“

⁴⁴⁴ Čl. 312-6, odst. 1 nařízení AMF.

⁴⁴⁵ Ve fr.: „*tenue de compte conservation*.“

⁴⁴⁶ Čl. 312-6, odst. 2 nařízení AMF.

⁴⁴⁷ Ve fr.: tzv. „*régime des titres nominatifs administrés*.“

Na účtu cenných papírů, ať už se jedná o účet vedený emitentem či prostředníkem, mohou být evidovány akcie a akciím obdobné cenné papíry, dluhopisy a obdobné dluhové cenné papíry, cenné papíry vydané entitami kolektivního investování a konečně obchodovatelné dluhové instrumenty.⁴⁴⁸ Vedle toho zná francouzské právo rovněž účty derivátů, jež mají odlišný režim než účty cenných papírů, neboť nemohou být převáděny změnou záznamu na účtu.⁴⁴⁹ Jak k účtům cenných papírů, tak k účtům derivátů si musí jejich majitele povinně zřídit související, avšak oddělený, účet peněžní.⁴⁵⁰

Účet cenných papírů ve francouzském právu je především účetním dokumentem, jež umožňuje monitorovat výkon povinnosti prostředníka zaznamenávat finanční nástroje a peněžní prostředky na účtech zřízených pro oprávněnou osobu.⁴⁵¹ Jak bylo uvedeno výše, záznam na účtu u přímého prostředníka představuje v pojetí francouzského práva přímo cenný papír, neboť z důvodu povinné dematerializace cenný papír nemůže existovat v listinné podobě. V důsledku toho je účet cenných papírů zároveň výlučným důkazem o existenci takového cenného papíru. Tím přesahuje právní význam účtu cenných papírů oblast účetní i oblast procesní, a bývá mu připisován i samostatný význam hmotněprávní, resp. věcněprávní. Vedle toho určité proudy francouzské právní doktríny dovozují věcněprávní povahu účtu cenných papírů ze skutečnosti, že účet cenných papírů může být jako celek předmětem zástavního práva, výkonu rozhodnutí atd.⁴⁵² Na základě toho francouzská judikatura⁴⁵³ přiznala portfoliu cenných papírů povahu hromadné věci.⁴⁵⁴ Přestože obsah tohoto portfolia se omezoval na cenné papíry investiční povahy, a nikoli rovněž cenné papíry umožňující kontrolu určité osoby, francouzská právní doktrína nevidí překážek v aplikaci této kvalifikace rovněž na

448 Ve fr.: „*titres de créances négociables*.“

449 Dotazník LCG-EC, str. 16.

450 Čl. 332-37 nařízení AMF; Dotazník LCG-EC, str. 76.

451 Čl. 321-69, odst. 1 nařízení AMF.

452 Neuville, S.: op. cit. pozn. č. 241, str. 236 an.

453 Cass. civ. 1^{ère}, 12/11/1998, Bull. civ., I, n° 315.

454 Ve fr. „*universalité de fait*.“

portfolia zahrnující „kontrolní cenné papíry.“⁴⁵⁵ Navíc, vedle nesporné funkce spočívající ve vypořádání závazků slouží účet cenných papírů k identifikaci jinak neindividualizovatelných zastupitelných cenných papírů. Možnost nezaměnitelné identifikace účtu cenných papírů poskytuje ve francouzském právu částečné řešení problému přiznání vlastnických práv k neindividualizovatelným netělesným generickým věcem, jakými jsou nehmotné zastupitelné cenné papíry. Účet cenných papírů poskytuje těmto cenným papírům zastřešující identifikaci, neboť podobně jako u věci hromadné umožňuje vlastníkovvi mít vlastnické právo k nezaměnitelně identifikovanému souboru hodnot, bez toho, aby bylo nutné identifikovat jeho jednotlivé položky. Charakter účtu jako hromadné věci rovněž zpřístupňuje vlastníkovvi právo držby k cenným papírům evidovaným na účtu.⁴⁵⁶ Jakkoli se zdá nastíněná analýza věcněprávního charakteru účtu cenných papírů přesvědčivá, je nutno mít na zřeteli, že se jedná o analýzu relativně novátorskou provedenou v oblasti, která ani ve francouzském právu není příliš podrobně zmapovaná.

Kapitola 2 – Účet cenných papírů jako účetní dokument a důkazní prostředek

Německé a rakouské právo

Přestože ani v německém ani v rakouském zákoně o úschově výslovnou definici účtu cenných papírů nenajdeme,⁴⁵⁷ lze za definici účtu cenných papírů v jistém smyslu považovat definici knihy o úschově. Oba zákony ji vymezují jako obchodní knihu, k jejímuž vedení je povinen každý schovatel, a do které se zaznamenává jméno každého uschovatele, druh, jmenovitá hodnota či počet kusů, čísel nebo obdobných identifikačních označení uschovaných cenných papírů.⁴⁵⁸

⁴⁵⁵ Aymeric, N.-H., *Essai sur une théorie générale du compte en droit privé*, dizertační práce (2003), Université Panthéon-Assas Paris II (knižní vydání: Editions Panthéon-Assas, Coll. Thèses, 2008), shrnutí, str. 8.

⁴⁵⁶ Tamtéž.

⁴⁵⁷ V něm.: „*Depotkonto*.“

⁴⁵⁸ § 14, odst. 1 německého DepotG; § 11, odst. 1 rakouského DepotG.

Knihu o úschově je povinen vést každý schovatel, ať už se jedná o úschovu individuální či sběrnou. Vzhledem ke konstrukci nepřímo drženého cenného papíru jako určitého „*zvěcnělého práva*“, jehož existenci účet cenných papírů, resp. kniha o úschově, dokumentuje, nepředstavuje v německém a rakouském právu účet cenných papírů nic víc než evidenci o cenných papírech: změnou záznamu v této knize nemůže bez dalšího dojít k převodu nepřímo drženého cenného papíru z osoby na osobu.

Druhy účtů cenných papírů reflektují dva výše uvedené typy úschovy cenných papírů, tj. účet pro individuální úschovu a účet pro sběrnou úschovu, které se liší co do rozsahu povinně zaznamenávaných informací: v případě sběrného účtu bude účet, resp. obchodní kniha, evidovat poměrný podíl jednotlivých osoby vzhledem k jednotlivým souhrnům zastupitelných cenných papírů, aniž by však ze záznamů na účtu bylo patrné, které cenné papíry z tohoto souhrnu náleží kterému majiteli účtu; naopak účet cenných papírů v rámci individuální úschovy toto přiřazení jednotlivých cenných papírů jednotlivým majitelům účtu zaznamenávat musí.⁴⁵⁹ Podrobnosti ohledně vedení účtu stanoví německý dozorový úřad BAFin („*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*“) v oznámení z 21. prosince 1998 týkající se řádného výkonu činnosti úschovy a řádného plnění povinností vrátit cenné papíry. Pro úplnost, evidence, na nichž jsou vedeny záznamy ohledně držitelů státních dluhopisů vedených společnostmi Finanzagentur GmbH nejsou považovány za účty cenných papírů; to samé platí ohledně evidencí, na nichž jsou vedeny dluhopisy jednotlivých států německého spolku.⁴⁶⁰

Účet cenných papírů může být veden na úrovni prostředníka pro konečné majitele účtů či na úrovni centrálního depozitáře, Clearstream Banking AG.⁴⁶¹ Díky koncepci abstraktního souhrnu zastupitelných cenných papírů, jež je situován právě u centrálního depozitáře, a nepřímo drženého cenného papíru jako poměrného spoluvlastnického práva k tomuto souhrnu, je počet prostředníků mezi

⁴⁵⁹ § 2 německého DepotG; § 2 a § 11, odst. 4 rakouského DepotG.

⁴⁶⁰ Dotazník LCG-EC, str. 71 - 72.

centrálním depozitářem a konečným majitelem irrelevantní, neboť každý prostředník, resp. každý účet cenných papírů prostředníkem vedený, pouze dokládá existenci a rozsah spoluvlastnického podílu konečného majitele k tomuto „*abstraktnímu podílu*“.

Vzhledem k tomu, že účet cenných papírů v podobě knihy o úschově je evidencí o cenných papírech, je v této evidenci možno provádět záznamy jak o cenných papírech, tak o finančních nástrojích, jež nejsou cennými papíry. Ovšem, jelikož nepřímo drženému cennému papíru je na rozdíl od finančního nástroje, jež není cenným papírem, umožněno využít dispozičního režimu věcí – ač jsou obě tyto kategorie považovány za závazky – , má záznam o cenném papíru na účtu vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům specifický důkazní charakter.

Přes tuto skutečnost, je účet cenných papírů v německém a rakouském právu nutno analyzovat především jako evidenční dokument. Tento evidenční dokument osvědčuje jednak plnění účetních povinností⁴⁶² a jednak existenci práv konečného majitele k nepřímo drženým cenným papírům.⁴⁶³ Pokud jde o charakter účtu cenných papírů jako evidenčního dokumentu sloužícího k účetním účelům je v obou právních řádech účet cenných papírů kvalifikován jako obchodní kniha, jak bylo uvedeno výše.⁴⁶⁴ Pokud je prostředník bankou má účet význam obchodní knihy, na které mohou být evidovány i finanční nástroje držené pro klienty či pro obchody na vlastní účet;⁴⁶⁵ v tomto ohledu tato obchodní kniha, jíž je účet součástí, dokumentuje splnění regulatorních povinností vyplývajících z bankovních předpisů. Z procesněprávního úhlu pohledu záznam na účtu není výlučným důkazním prostředkem k prokázání existence nepřímo drženého cenného papíru. Nicméně z praktického hlediska má záznam na účtu a účet obecně zvláštní význam, neboť při prokázání existence nepřímo drženého

⁴⁶¹ Tamtéž.

⁴⁶² Dotazník LCG - EC, str. 71-72 a str. 82-83.

⁴⁶³ Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 45, str. 27.

⁴⁶⁴ Canaris, C.-W.: op. cit. pozn. č. 432, str. 104.

⁴⁶⁵ § 1a, odst. 1 německého zákona o poskytování úvěrů („*Kreditwesengesetz*“).

cenného papíru půjde o nejčastější důkazní prostředek,⁴⁶⁶ jímž bude konečný majitel prokazovat skutečnost, že je majitelem nepřímo drženého cenného papíru, resp. oprávněným z výše uvedeného „*zvěcnělého spoluvlastnického práva*.“⁴⁶⁷

Kapitola 3 – Účet cenných papírů jako smluvní závazkový vztah

Belgické a lucemburské právo

Účet cenných papírů není v současném belgickém či lucemburském právu výslovně legálně definován⁴⁶⁸ přesto, že je v příslušných úpravách nepřímo držených cenných papírů obou zemí hojně používán. Obdobně jako Francie zavedla Belgie povinnou dematerializaci všech cenných papírů.⁴⁶⁹ Tím se v belgickém právu víceméně smazává rozdíl mezi režimem cenných papírů na jméno a na majitele⁴⁷⁰ s tím, že standardní režim pro všechny cenné papíry je režim cenných papírů na jméno.⁴⁷¹ V belgickém právu je účet cenných papírů pojímán jako „*běžný účet*.“ Zůstatek na účtu prokazuje existenci nepřímo drženého cenného papíru a zároveň umožňuje započtení záznamů učiněných ve prospěch či k tíži majitele účtu v rámci daného souboru zastupitelných cenných papírů.⁴⁷²

Přímý prostředník může mít zřízen účet u prostředníka vyšší úrovně⁴⁷³ či přímo u centrálního depozitáře.⁴⁷⁴ Tím je pro Belgii mezinárodní centrální depozitář

⁴⁶⁶ Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 45, str. 252-253.

⁴⁶⁷ Tamtéž.

⁴⁶⁸ Dotazník LCG-EC, str. 70 a 80.

⁴⁶⁹ Od 1. srpna 2008 jsou povinně dematerializovány všechny cenné papíry emitované po tomto datu; do 31. prosince 2013 musejí být do dematerializované podoby převedeny všechny existující listinné cenné papíry.

⁴⁷⁰ Dotazník, str. 3 a 23.

⁴⁷¹ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 59 - 60; Mousel, P., Fayot, F.: op.cit. pozn. č. 330, str. 1363-1364.

⁴⁷² Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 65.

⁴⁷³ Prostředník nemusí mít zřízen účet cenných papírů u prostředníka vyšší úrovně či u centrálního depozitáře, pokud takový prostředník či centrální depozitář odmítne registrovat předmětné cenné papíry pro přímého prostředníka. Dispozice s takovými nepřímo drženými cennými papíry lze provádět pouze mezi klienty stejného prostředníka.

Euroclear,⁴⁷⁵ či v případě belgických státních dluhopisů a určitých korporátních dluhopisů Belgická národní banka,⁴⁷⁶ pro Lucembursko Clearstream Banking Luxembourg a LuxClear. Takový účet může být veden buď na jméno prostředníka bez nutnosti identifikace přímých klientů takového prostředníka,⁴⁷⁷ či na individuální bázi, kdy konečný majitel je identifikován i a vyšší úrovni vlastnického řetězce a jeho cenné papíry jsou odděleny od souboru zastupitelných cenných papírů ostatních klientů téhož prostředníka.⁴⁷⁸

Předmětem zápisu na účtu cenných papírů mohou být v zásadě všechny finanční nástroje vycházející z definice finančních nástrojů uvedené ve směrnici o investičních službách nahrazené směrnicí o trzích s finančními nástroji, jež byly transponovány jak do belgického,⁴⁷⁹ tak do lucemburského práva.⁴⁸⁰ Pokud jde o belgické právo, na účtu cenných papírů mohou být registrovány jak „*soukromoprávní*“ nepřímo držené cenné papíry podléhající ustanovením nařízení č. 62, tak „*veřejnoprávní*“ dematerializované cenné papíry. Lucemburské právo umožňuje evidovat na účtu cenných papírů všechny cenné papíry a zastupitelné finanční nástroje.⁴⁸¹ Jelikož však oba právní řády vyžadují, aby finanční nástroje evidované a převáděné prostřednictvím záznamů na účtu cenných papírů, byly zastupitelné, jsou finanční nástroje čistě smluvního charakteru, tj. většina derivátů, vyloučeny z režimu dispozic prostřednictvím účtů

⁴⁷⁴ Belgický systém zásadně pracuje s třístupňovou vlastnickou strukturou, tj. centrální depozitář – prostředník – konečný majitel, nicméně připouští i více stupňovou vlastnickou strukturu.

⁴⁷⁵ EUROCLEAR S.A., největší evropský mezinárodní centrální depozitář, vznikl v roce 2001 na základě fúze⁴⁷⁵ EUROCLEAR Bank⁴⁷⁵ a francouzského vypořádacího systému SICOVAM (SICOVAM je zkratkou „*Système interprofessionnel de compensation des valeurs mobilières*“, tj. v češtině „*mezioborový systém zúčtování cenných papírů*“). EUROCLEAR Bank je výsledkem transformace společnosti EUROCLEAR Clearance System Société Coopérative, družstevní společnosti podle belgického práva, jež vznikla v roce 1968 jako bruselská dceřinná společnost newyorské společnosti Morgan Guaranty Trust Company.

⁴⁷⁶ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 70

⁴⁷⁷ Dotazník LCG-EC, str. 100 a 104.

⁴⁷⁸ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 61.

⁴⁷⁹ Zákon z 2. srpna 2002 ohledně dozoru nad finančním sektorem a finančními službami.

⁴⁸⁰ Zákon z 5. dubna 1993 ohledně finančního sektoru.

cenných papírů, přestože z technického hlediska může být jejich existence prostřednictvím záznamu na účtu dokumentována.⁴⁸²

Má-li podle belgického a lucemburského práva účet cenných papírů nepochybný význam účetní, považují oba tyto právní řády účet cenných papírů za více než jen účetní dokument. Účet cenných papírů je rovněž důkazním prostředkem ohledně existence nepřímo držených cenných papírů: může-li být právo konečného majitele k nepřímo drženému cennému papíru prokázáno všemi prostředky, v Belgii v důsledku povinné dematerializace lze toto právo prakticky prokázat pouze prostřednictvím účtu cenných papírů, resp. výpisu z takového účtu.⁴⁸³ Připisují-li jak belgický, tak lucemburský právní řád účtu cenných vedle procesně právního významu, i význam hmotněprávní, nejde ani jeden z těchto právních řádů tak daleko jako doktrína francouzská, jenž dává účtu cenných papírů i význam věcněprávní. Hmotněprávní význam účtu cenných papírů je v obou těchto právních řádech omezen na oblast práva závazkového. V belgickém právu je účet cenných papírů chápán pouze jako smluvní závazkový vztah,⁴⁸⁴ a to konkrétně *„ujednání mezi prostředníkem a majitelem účtu, podle kterého se strany zavazují zaznamenávat písemně ve formě „kreditů“ nebo „debetů“ operace týkající se cenných papírů učiněné majitelem či v jeho prospěch, jež způsobují podřízení práv z nich vyplývajících (zásadně) zvláštnímu právnímu režimu.“*⁴⁸⁵ Věcněprávní kvalifikace účtu cenných papírů jako věci v právním smyslu je belgickou doktrínou odmítána z důvodu absence hmotného charakteru účtu, který by umožnil jeho prostorovou lokalizaci.⁴⁸⁶ Pokud jde o lucemburské právo, jeho pojetí právního charakteru účtu cenných papírů jako smluvního vztahu je obdobné belgickému.⁴⁸⁷

481 Dotazník LCG-EC, str. 96.

482 Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428; Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 20č, str. 1293 - 1294.

483 Haentjens, M.: tamtéž, str. 61 a 65.

484 Dotazník LCG-EC, str. 70.

485 Degué, J.-P., Devos, D.: op. cit. pozn. č. 428, str. 21.

486 Tamtéž.

487 Dotazník LCG-EC, str. 80.

Kapitola 4 – Účet cenných papírů jako finanční aktivum

Právo Spojených států amerických

Účet cenných papírů je podle § 8-501 jednotného amerického obchodního zákoníku vymezen jako účet, na němž může být evidováno finanční aktivum na základě smlouvy, podle které osoba vedoucí tento účet „*se zavazuje zacházet s osobou, pro kterou je účet veden jako s osobou oprávněnou vykonávat práva k tomuto finančnímu aktivu.*“ Účet cenných papírů je nutnou a zároveň dostatečnou podmínkou pro vznik cenného oprávnění konečného majitele účtu. Vzhledem k pojetí amerického systému nepřímé držby jako určitého „*řetězce dvoustranných cenných oprávnění*“ jednak mezi konečným majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem a jednak mezi prostředníky navzájem až k centrálnímu depozitáři, je převažujícím typem účtu cenných papírů „*omnibus*“ účet sdružující zastupitelné cenné papíry všech přímých klientů daného prostředníka.

V důsledku pojetí nepřímo držených cenných papírů jako cenných oprávnění, bude prostředník zřizovat na vyšší úrovni vlastnického řetězce téměř vždy účty zákaznického typu, tj. účty znějící pouze na jméno prostředníka bez označení jeho přímých klientů. Nicméně vedle zákaznických účtů si prostředník obvykle bude zároveň zřizovat u svého prostředníka na vyšší úrovni oddělený účet, jenž bude zaznamenávat nepřímo držené cenné papíry držené v rámci vlastního majetku prostředníka.⁴⁸⁸ Finálním prostředníkem na vrcholu této vlastnické pyramidy zajišťujícím propojení emitentů – přes prostředníky – s konečnými investory je centrální depozitář, Depositary Trust Company.⁴⁸⁹ Nicméně nahlédne-li člověk do seznamu akcionářů většiny velkých amerických akciových společností, zjistí, že jako akcionář není uvedena osoba centrálního depozitáře, Depositary Trust

⁴⁸⁸ Federální rezervní banka New York (Federal Reserve Bank of New York), Odpověď na Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU připravený Evropskou komisí a Skupinou právní jistoty, 6. března 2006 (dále jen „*Dotazník LCG-EC: U.S. response*“), str. 4-5.

⁴⁸⁹ Depositary Trust Company je nejdůležitějším světovým centrálním depozitářem. Vznikla roku 1968 a od roku 1999 je dceřinnou společností Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC). Tato holdingová společnost sdružuje rovněž společnost National Securities Clearing Corporation, jež provozuje systém zúčtování a vypořádání obchodů s

Company, nýbrž společnost Cede & Co., účelová trustová společnost zřízená podle práva státu New York, jež je z hlediska korporátní povahy v jistém směru ekvivalentní české veřejné obchodní společnosti. Tato společnost vystupuje jako „*nominee agent*“ centrálního depozitáře Depositary Trust Company; její interpozice mezi emitenty a osobou centrálního depozitáře ovšem nemá z hlediska nepřímé držby substantivní význam. Její existence je víceméně vedlejším produktem norem stanovících náležitosti pro registraci převodů cenných papírů. Převádí-li totiž akciová společnost, jejímž akcionářem je jiná kapitálová společnost, své akcie, osoba provádějící takový převod, tzv. transfer agent, je odpovědný za to, že za akcionáře v tomto ohledu jedná oprávněná osoba. Jelikož však takové oprávnění může daná osoba získat pouze na základě originálu či ověřené kopie rozhodnutí představenstva akcionáře, tj. uvedené Depositary Trust Company, jejíž získání bylo považováno za přílišnou komplikaci, je namísto této společnosti jako akcionář zapisována Cede & Co., u níž k souhlasu s převodem stačí prosté rozhodnutí jakéhokoli společníka, jímž je pro účely převodu jmenována některá z osob dané společnosti.⁴⁹⁰

Předmětem záznamu na účtu cenných papírů jsou finanční aktiva. Jelikož se však majitel účtu a prostředník mohou dohodnout, co budou považovat za finanční aktivum, je možno na účet cenných papírů připsat téměř jakoukoli majetkovou hodnotu, včetně hotovostních prostředků.⁴⁹¹ Pokud jde o deriváty, finančními aktivy, a tedy i předmětem záznamu na účtu, mohou být standardizované opce emitované clearingovou korporací pro své členy, avšak nikoli komoditní deriváty;⁴⁹² ostatní deriváty, ač nejsou zákonem výslovně vyloučeny jako předmět finančního aktiva zpravidla nebudou z důvodu své povahy a způsobu obchodování předmětem záznamu na účtu cenných papírů.⁴⁹³

cennými papíry.

⁴⁹⁰ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1444.

⁴⁹¹ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 4.

⁴⁹² § 8-103 (e) a (f) UCC.

⁴⁹³ Určité deriváty, jako například futures či swapy, jsou nicméně stejně jako finanční aktiva, na základě zvláštních ustanovení insolvenčního práva, vyňaty z insolvenčního režimu a

Z procesněprávního hlediska je účet cenných papírů právním základem nároku investora k finančnímu aktivu, neboť tímto základem již není evidence emitenta nebo listina reprezentující cenný papír.⁴⁹⁴ Z hmotněprávního pohledu je účet cenných papírů součástí smlouvy o vedení účtu mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem. Účet cenných papírů je ovšem rovněž druhem investičního majetku.⁴⁹⁵ Kvalifikace účtu cenných papírů jako investičního majetku má důležité důsledky pro zajišťovací dispoziční úkony. K investičnímu majetku lze totiž snadno zřídit zajištění pouze tím, že příjemce zajištění získá kontrolu nad určitým typem investičního majetku – v daném případě nad účtem cenných papírů. Toto zajištění má přednost před zajištěním zřízeným registrací podle § 8 UCC. Účet cenných papírů tak jako takový lze velmi snadno učinit předmětem zajištění a disponovat s ním – alespoň pokud jde o zajišťovací úkony – stejně snadno jako dříve s listinným cenným papírem. Nicméně přes tuto jistou podobnost s věcmi, americké právo necharakterizuje účet cenných papírů jako věc a odmítá i možnost prostorové lokalizace finančních aktiv evidovaných na účtu cenných papírů. Primární charakter účtu cenného papíru je závazkověprávní jako součást smlouvy mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem.

Kapitola 5 – Účet cenných papírů jako důkazní prostředek o existenci trustu

Anglické common law

Obecný pojem účtu cenných papírů není v anglickém common law vymezen ani v zákonném textu ani v judikatuře anglických soudů. Legislativně je však upraven centrální registr cenných papírů vedený centrálním depozitářem CREST Co. (dále jen „CREST“).⁴⁹⁶ Avšak vzhledem k tomu, že vedle tohoto zákona jsou jediným

práva z nich mohou být uplatněna bez ohledu na průběh insolvenčního řízení. (Rocks, S. M.: op. cit. pozn. č. 378, str. 3).

494 Elek, Š., Cenné papíry držené skrz prostředníky, Právní rozhledy, 21/2005, LEXDATA, str. 774-882.

495 V ang.: „*investment property*.“

496 Uncertificated Securities Regulations 2001, SI 2001 No 3755 (USR), reg 24.

právně závazným textem v této oblasti regulatorní pravidla britského Úřadu finančních služeb⁴⁹⁷ zvané „*Client Asset Sourcebook*“ (dále jen „*Pravidla CASS*“),⁴⁹⁸ přebírá kodifikující úlohu v oblasti úschovy cenných papírů - vedle právně nezávazných anglických zásad FMLC - právní doktrína, zejména díla Joanny Benjamin „*Interests in Securities*“ a „*Law of Global Custody*“.⁴⁹⁹ Anglické zásady FMLC poskytují definici klientského účtu cenných papírů pouze v obecné rovině jako součást povinnosti prostředníka vést záznamy o právech svých klientů, a to na účtech, jež jsou součástí jeho knih.⁵⁰⁰ Uvedené publikace⁵⁰¹ jdou hlouběji a rozlišují tři typy účtů: souhrnné klientské účty,⁵⁰² individuální klientské účty⁵⁰³ a tzv. „*sponzorované*“ členské účty.⁵⁰⁴ Souhrnné klientské účty jsou vymezovány jako účty evidované v centrálním registru CRESTu na jméno prostředníka, člena CRESTu, na nichž jsou zaznamenány cenné papíry klientů prostředníka ovšem bez individuálního označení těchto klientů. Naproti tomu individuální klientské účty jsou účty vedené v CRESTu v rámci registru otevřeného pro člena CRESTu, které jsou označeny určitým identifikačním kódem⁵⁰⁵ značícím, že tento účet je účtem individuálním vedeným pro určitou osobu odlišnou od osoby prostředníka.⁵⁰⁶ Souhrnné či individuální účty cenných papírů jsou vhodné k vedení nepřímo držených cenných papírů na

497 V ang. „*Financial Services Authority*.“

498 Pravidla CASS jsou součástí „*Příručky Úřadu finančních služeb*.“ (v ang. „*Financial Services Authority Handbook*“). Tato příručka obsahuje požadavky ohledně uschovatelských smluvních vztahů, smluvní dokumentace, oddělení vlastního a klientského majetku, evidence klientského majetku, jeho použití prostředníkem atd.

499 Dotazník LCG-EC, str. 98 - 99.

500 Čl. 2, písm. c), bod (ii) anglických zásad FMLC.

501 Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 207 - 208; Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 174 - 175.

502 V ang.: „*pooled clients' accounts*.“

503 V ang. „*designated clients' accounts*.“

504 V ang. „*sponsored membership accounts*.“

505 Tímto identifikačním kódem nesmí být jméno konečného majitele.

506 Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 207 - 208; Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 174 - 175.

majitele, neboť v registru emise se objeví pouze prostředník CRESTu a nikoli konečný majitel účtu, jenž zůstane emitentovi skrytý.⁵⁰⁷

Posledním typem účtů jsou tzv. „*sponzorované*“ členské účty. Tyto účty mají specifický charakter a úzce souvisí s architekturou britského systému nepřímo držených cenných papírů zastřešenou CRESTem. CREST není na rozdíl od svých kontinentálních protějšků centrálním depozitářem, který by byl osobou – pokud jde o nepřímo držené cenné papíry emitovaného podle anglického práva –, jež by držela či vlastnila nepřímo držené cenné papíry svým jménem a na účet prostředníků, jež jsou členy CRESTu. CREST pouze zajišťuje operační vedení účtů emitentů a účtů prostředníků CRESTu, čímž zabezpečuje spojení mezi emitenty a prostředníky CRESTu. Centrální registr cenných papírů vedený CRESTem představuje konstitutivní evidenci vlastnických práv k cenným papírům emitovaným podle anglického práva.⁵⁰⁸ Kdo má v tomto registru veden účet na své jméno, je právním vlastníkem cenného papíru evidovaného na tomto účtu. Těmito vlastníky jsou především prostředníci CRESTu, kteří jsou jako takoví zapsáni na účtech vedených CRESTem. Tito prostředníci drží cenné papíry buď pro sebe či pro své klienty, jež jsou ekonomickými vlastníky uvedených cenných papírů. Pouze prostředníci CRESTu jsou oprávněni vybírat u emitentů výnosy z cenných papírů a vykonávat hlasovací a jiná práva u emitentů vůči cenným papírům, vzhledem k nimž jsou vedeni jako právní vlastníci; a to jak u těch, které drží přímo pro sebe, tak u těch které drží ve prospěch svých klientů. Výjimku tvoří cenné papíry evidované na „*sponzorovaných*“ členských účtech. „*Sponzorovaný*“ členský účet zajišťuje konečnému majiteli, že jeho prostředník, jež je členem CRESTu a má přístup k účtům vedených CRESTem, uvede tohoto konečného majitele jako majitele účtu v centrálním registru CRESTu, ke kterému

⁵⁰⁷ Tamtéž, str. 177.

⁵⁰⁸ Pokud jde o nepřímo držené cenné papíry emitované podle anglického práva záznam na účtu prostředníka CRESTu bude prokazovat právní vlastnictví i v případě, že záznamy v seznamu vedeném emitentem u CRESTu nebudou odpovídat záznamům na účtu prostředníka v CRESTu; pokud se ovšem bude jednat například o irské nepřímo držené cenné papíry, záznam na účtu prostředníka v CRESTu ohledně těchto cenných papírů nebude definitivně prokazovat přechod právního vlastnictví, dokud nebude rekonciliován se záznamem na účtu emitenta.

by jinak bez pomoci svého prostředníka neměl přístup: registrace účtu na jméno klienta má za následek, že tento klient se stává přímým, tj. právním, vlastníkem cenných papírů.⁵⁰⁹ Sponzorované členské účty umožňují jejich majiteli přímý vztah k emitentovi. Díky tomu představují prostředek k evidenci nepřímo držených cenných papírů na jméno.⁵¹⁰ Na druhou stranu kvůli tomuto přímému vztahu konečného majitele a emitenta bez právní interpozice prostředníka⁵¹¹ nejsou podle anglosaského pojetí nepřímé držby cenné papíry evidované na těchto „sponzorovaných“ členských účtech považovány za nepřímo držené cenné papíry. Z tohoto důvodu je zmíněné anglické zásady FMLC vylučují ze své působnosti.

V případě, že má konečný majitel u svého přímého prostředníka souhrnný účet, nebude na účtu tohoto prostředníka u prostředníka vyšší úrovně uvedeno jméno, ani jiné označení konečného majitele účtu. Přímý prostředník ovšem musí ve svém majetku zřetelně oddělit, které nepřímo držené cenné papíry spravuje pro klienty a které má ve svém vlastním majetku.⁵¹² Bude-li se však jednat o individuální účet či o „sponzorovaný“ členský účet, označení klienta na vyšší úrovni vlastnického řetězce se z povahy tohoto účtu musí v určité formě objevit.⁵¹³

Předmětem záznamu na účtu cenných papírů může být jakýkoli cenný papír, včetně krátkodobých cenných papírů obchodovaných na peněžním trhu označovaných kolokviálně jako „skoro peníze“,⁵¹⁴ ohledně kterých se majitel

509 Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 48.

510 Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 208; Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 175.

511 K dispozicím stěmito cennými papíry je nicméně stále třeba faktická součinnost prostředníka.

512 Pravidla CASS 2.2.5.

513 Pravidla CASS 2.2.10.

514 V ang.: „near cash”; Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy týkající se věcných práv k nepřímo drženým cenným a jejich povahy s vyjádřením zásad pro legislativní statut pro nepřímo držené cenné papíry, problém č. 3 („*Property Interests in Investment Securities, Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities*“).

účtu a prostředník dohodli, že budou na účtu evidovány.⁵¹⁵ Na druhou stranu předmětem záznamu na účtu nemohou být hotovostní peněžní prostředky, protože tyto prostředky vedené na běžném či vkladovém účtu nejsou předmětem trustu; tudíž mohou být předmětem pohledávky závazkového charakteru, nikoli však předmětem věcného práva.⁵¹⁶ Rovněž deriváty nemohou být předmětem záznamu na účtu cenných papírů, a to jednak z důvodu, že obsahují jak práva (pohledávky), tak závazky (dluhy), a jednak proto, že z hlediska obchodních zvyklostí na finančních trzích, není obvyklé, aby derivátové kontrakty byly drženy přes prostředníka.⁵¹⁷

V anglickém common law má účet cenných papírů u přímého prostředníka pouze funkci procesněprávního důkazního prostředku o existenci trustu mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem.⁵¹⁸ Veškeré hmotněprávní aspekty jsou absorbovány flexibilním institutem trustu.⁵¹⁹ Transformace cenných papírů do podoby záznamů na účtu cenných papírů nijak neovlivnila charakter cenných papírů na jméno. Naproti tomu cenné papíry na majitele ztratily přeměnou do podoby nehmotného záznamu na účtu svůj hmotněprávní význam hmotných věcí a získaly status věcí nehmotných stejně jako cenné papíry na jméno.⁵²⁰ Účet cenných papírů proto představuje záznam o existenci práva k nepřímo drženému cennému papíru, jehož základní funkcí je dokumentovat existenci tohoto práva. Přestože účet jako takový je pouze nevýlučným důkazním prostředkem o existenci práva konečného majitele, je nejdůležitějším důkazem o tomto právu,⁵²¹ neboť „nároky, jež nejsou zaznamenány na účtu mohou mít nižší prioritu, než nároky, jež

statute, Issue 3“), 3. července 2004, str. 20 - 21.

515 Dotazník LCG-EC, str. 107.

516 Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 226.

517 Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 19.

518 Dotazník LCG-EC, str. 171.

519 Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 19.

520 Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 25 a 59.

521 Dotazník LCG-EC, str. 98.

*jsou na účtu zaznamenány.*⁵²² Zcela odlišný právní význam má ovšem záznam na účtu cenných papírů v CRESTu vedený pro prostředníka CRESTu či pro individuálního konečného majitele: záznam na tomto účtu je - s výjimkou nepřímo držených cenných papírů emitovaných mimo Spojené království - v podstatě nevyvratitelným důkazem o existenci právního vlastnictví k nepřímo drženému cennému papíru. V případě pochybností záznam v tomto registru převažuje nad záznamy na jiných účtech vedených prostředníky.⁵²³

Pokud jde o lokalizaci nepřímo drženého cenného papíru, vzhledem k tomu, že dle anglického práva představují záznamy na účtu cenných papírů u prostředníka pouze důkazní prostředky svědčící o existenci práv konečného majitele k nepřímo drženým cenným papírům, nalézá se předmět trustu, tj. nepřímo držené cenné papíry, pouze na účtu prostředníka vedeného jeho přímým prostředníkem na vyšší úrovni. To je způsobeno tím, že za předpokladu, že jsou splněny ostatní podmínky pro vznik trustu, trust ohledně nepřímo držených cenných papírů majitele vzniká okamžikem učinění záznamu na účtu přímého prostředníka vedeného jeho prostředníkem na vyšší úrovni.⁵²⁴ Toto je zásadní rozdíl oproti americkému pojetí, kde *„jediným místem, ke kterému se pojí investorovo věcné oprávnění, je prostředník, který pro investora vede účet cenných papírů.“*⁵²⁵

Oddíl 3 – Účet cenných papírů v českém právu

Účet a jeho vedení, resp. vedení evidence investičních nástrojů, představuje v českém právu veřejnoprávně regulovanou finanční službu. V kontextu práva Evropské unie spadá tato služba pod doplňkové investiční služby, konkrétně pod

⁵²² Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 21.

⁵²³ Dotazník LCG-EC, str. 144.

⁵²⁴ Právní komise (Velká Británie), Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 19.

⁵²⁵ Rocks, S.: A U.S. perspective on the UNIDROIT project in light of industry experience under U.C.C. article 8 and related law, in Report on the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: “Legal Risk and Market Efficiency”, únor 2004, str. 13 a 14.

službu „úschova a správa finančních nástrojů na účet klientů včetně svěřenské správy a souvisejících služeb, jako je správa hotovosti nebo zajištění.”⁵²⁶ Účet a jeho vedení se stávají předmětem regulované služby „úschova a správa investičních nástrojů, včetně souvisejících služeb,”⁵²⁷ k jejímuž výkonu je třeba získat veřejnoprávní povolení.⁵²⁸ Veřejnoprávní regulace vedení účtu cenných papírů se uskutečňuje prostřednictvím požadavků týkajících se jednak vedení jednotlivých typů účtů v příslušných evidencích a jednak přiměřeného kapitálového, organizačního a technického vybavení osoby prostředníka.⁵²⁹ Ze soukromoprávního pohledu je významný zejména požadavek, že evidence se vede v elektronické podobě.⁵³⁰

Aby bylo možno pochopit podstatu účtů cenných papírů podle současné právní úpravy, je nutné krátce nastínit pojetí účtu cenných papírů, resp. evidence zaknihovaných cenných papírů ve Středisku cenných papírů, podle předchozí právní úpravy. Současný přístup k účtu cenných papírů v určitých směrech na tuto úpravu navazuje. Jeho zvláštnosti jsou do značné míry pozůstatky úpravy předchozí, jež v porovnání se zahraničními úpravami vykazovala značná specifika. Bývalé Středisko cenných papírů znalo pouze jeden typ účtu cenného papíru, a to účet vlastníka cenných papírů. Na tomto účtu konečného majitele bylo možno vést pouze zaknihované cenné papíry, jimiž mohly být akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny,⁵³¹ kupóny⁵³² a opční listy,⁵³³⁻⁵³⁴ Jiné cenné

⁵²⁶ Směrnice o trzích s finančními nástroji, Příloha 1, Oddíl B, bod 1.

⁵²⁷ § 4, odst. 3 ZPKT.

⁵²⁸ § 4a ZPKT.

⁵²⁹ § 5 an. zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů; vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „vyhláška”).

⁵³⁰ § 12c, odst. 2 ZPKT; § 3, odst. 1 vyhlášky.

⁵³¹ Zákon č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, ve znění pozdějších předpisů; nařízení vlády ČSFR 383/1991 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů, ve znění pozdějších předpisů.

⁵³² § 12 ZCP.

⁵³³ § 217a ObchZ.

⁵³⁴ Investiční kupóny byly specifickým nástrojem v rámci procesu privatizace na počátku 90.

papíry ani investiční nástroje nebylo možno zaknihovat. Přestože soudní judikatura charakterizovala zaknihovaný cenný papír v evidenci Střediska pouze jako „*položku*“,“⁵³⁵ koncepce záznamu zaknihovaného cenného papíru na účtu ve Středisku byla složitější. Tato koncepce vycházela z definice zaknihovaného cenného papíru jako listinného cenného papíru nahrazeného zápisem v elektronické evidenci Střediska. Aby bylo možno elektronický záznam v evidenci Střediska považovat za zaknihovaný cenný papír, musel tento záznam obsahovat stejné náležitosti jako odpovídající listinný cenný papír.⁵³⁶ Z praktického hlediska toto poněkud zvláštní pojetí zaknihovaného cenného papíru problém nepředstavovalo, neboť všechny výše uvedené typy cenných papírů, jež mohly existovat ve Středisku v zaknihované podobě, se mohly rovněž vyskytovat mimo Středisko v podobě listinné. Účet zaknihovaného cenného papíru ve Středisku byl pouze účtem vlastnickým a zahrnoval označení účtu, identifikaci konečného vlastníka a cenného papíru podle náležitostí, jež má obsahovat listinná podoba toho kterého typu cenného papíru.⁵³⁷ Obdobné údaje obsahoval i registr emitenta.⁵³⁸ Tímto „*zrcadlovým*“ pojetím listinného a zaknihovaného cenného papíru společně s lokalizací veškerých zaknihovaných cenných papírů do jedné centrální evidence byla vytvořena určitá „*iluze*“, že zaknihovaný cenný papír je představován záznamem na účtu cenných papírů ve Středisku.⁵³⁹

Nevyjasněnou zůstala po celou dobu existence Střediska cenných papírů otázka, zda byl vztah mezi konečným vlatníkem zaknihovaného cenného papíru a Střediskem ohledně vedení účtu zaknihovaných cenných papírů soukromoprávního (smluvního) charakteru či charakteru veřejnoprávního.⁵⁴⁰

let, jež jsou v dnešní době v podstatě obsoletním právním pojmem.

535 Vrchní soud v Praze, rozsudek ze dne 24.03.1998, spis. zn. 5 Cmo 423/97, publikováno: Soudní rozhledy, SR 9/1998 str. 234 (LEXDATA).

536 Pauly, J.: Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, Právník 8/2005, str. 869; Pihera, op. cit. pozn. č. 257, str. 23.

537 § 59 ZCP (ve znění do 30. dubna 2004).

538 § 61 ZCP (ve znění do 30. dubna 2004).

539 Nebyl-li předmětem evidence podle § 70a ZCP (ve znění do 30. dubna 2004).

540 Pauly, J.: op. cit. pozn. č. 536, ibid.

Přesto, že zákon o cenných papírech výslovně uváděl, že vztah mezi majitelem účtu cenných papírů ve Středisku a Střediskem se řídí obchodním zákoníkem,⁵⁴¹ bylo velmi obtížné dovozovat, že se skutečně jedná o smluvní soukromoprávní vztah, neboť Středisko mělo povinnost zřídit účet cenných papírů na požádání každému majiteli cenných papírů způsobilých k zaknihování. Krom toho vedení evidence,⁵⁴² veškerý rozsah služeb a způsob poskytování Střediskem, včetně ceny za tyto služby, byl stanoven kogentní formou zákonem či veřejnoprávním předpisem bez možnosti stran obsah služeb či jeho cenu jakkoli smluvně upravit. Konečně obchodní zákoník neupravoval jakýkoli smluvní typ, který by bylo možno alespoň analogicky použít na vztah mezi majitelem účtu ve Středisku a samotným Střediskem.

Předtím než bude možno rozkrýt současné pojetí účtu cenných papírů podle toho, jak ho vymezuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu, je nutno vyjasnit vztah pojmů účet cenných papírů, evidence a záznam na účtu. Nejširším pojmem je pojem evidence: evidence zahrnuje soustavu účtů vedených prostředníkem. Evidence je v závislosti na charakteru předmětu, jež má být v evidenci veden, a osobě, která tuto evidenci vede, buď (i) centrální či navazující či (ii) samostatná. V centrální evidenci a navazujících evidencích mohou být vedeny pouze zaknihované cenné papíry, s výjimkou zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, tj. v podstatě skupina cenných papírů odpovídající kategorii investičních cenných papírů.⁵⁴³ V samostatné evidenci mohou být vedeny jednak cenné papíry kolektivního investování, investiční nástroje, jež nejsou cennými papíry, a zahraniční investiční nástroje a jednak cenné papíry vedené v SKD, tj. zvláštní samostatné evidenci vedené Českou národní bankou. Pokud jde o vzájemný vztah uvedených evidencí, zatímco jednotlivé samostatné evidence na straně jedné a centrální evidence a navazující evidence na straně druhé představují odlišné soustavy účtů bez jakéhokoli propojení, centrální

⁵⁴¹ § 58, odst. 5 ZCP (ve znění do 30. dubna 2004).

⁵⁴² § 58 odst. 1 až 3 ZCP (ve znění do 30. dubna 2004).

⁵⁴³ § 3, odst. 2 ZPKT.

evidence a evidence navazující na centrální evidenci jsou – jak již název napovídá – systémy vzájemně propojené. Spojovacím článkem mezi posléze uvedenými soustavami evidencí je zákaznický účet cenných papírů.

Zákaznickým účtem cenných papírů, neboli účtem zákazníků, se rozumí *„majetkový účet vedený pro osobu, která není vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu a která vede evidenci navazující na evidenci centrálního depozitáře nebo na samostatnou evidenci.“*⁵⁴⁴ Zákaznický účet cenných papírů může existovat pouze u centrálního depozitáře,⁵⁴⁵ který takový účet zřídí a vede pro prostředníky, jež jsou jeho účastníky,⁵⁴⁶ nebo u České národní banky pro prostředníky, jež jsou členy SKD.⁵⁴⁷ Účet zákazníků je pro prostředníka vždy veden, a to buď centrálním depozitářem v jeho centrální evidenci či ČNB v rámci evidence SKD.

Vlastnickým účtem, neboli účtem vlastníka se rozumí *„majetkový účet vedený pro osobu, která je vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu.“*⁵⁴⁸ Účet vlastníků může vést centrální depozitář, prostředník vedoucí evidenci navazující na centrálního depozitáře, osoba vedoucí samostatnou evidenci, včetně ČNB, či jakákoli osoba, jež může vést evidenci investičních nástrojů na základě povolení poskytovat investiční službu úschova a správa investičních nástrojů.

Zákaznický i vlastnický účet, jež zákon společně označuje jako majetkový účet, mají určité společné minimální náležitosti, jimiž jsou identifikace osoby pro kterou je účet veden, identifikace investičního nástroje a samostatně převoditelných práv, včetně osob z nich oprávněných, dále vyznačení dispozičních omezení, včetně identifikace zástavního věřitele, v případě, že jde o dispoziční omezení spočívající ve skutečnosti, že dané investiční nástroje se staly předmětem zajištění, a konečně jedná-li se o cenné papíry, o omezení stanovená

⁵⁴⁴ § 94, odst. 1 ZPKT.

⁵⁴⁵ § 94, odst. 5 ZPKT.

⁵⁴⁶ Členem centrálního depozitáře mohou být pouze osoby uvedené v § 109, odst. 3 ZPKT.

⁵⁴⁷ § 13, odst. 2 a § 20 Pravidel SKD.

emitentem. Uvedení dalších náležitostí jednotlivých účtů svěřuje zákon provoznímu řádu centrálního depozitáře či v případě samostatné evidence prováděcímu právnímu předpisu.⁵⁴⁹ Na rozdíl předchozí úpravy chybí mezi zákonnými náležitostmi číselné označení účtu. Toto označení má nejen svůj administrativní význam,⁵⁵⁰ nýbrž i význam soukromoprávní, neboť umožňuje alespoň částečnou individualizaci zaknihovaných cenných papírů, u nichž z důvodu zastupitelnosti dochází na účtu ke smísení, čímž se tyto cenné papíry stávají individuálně neidentifikovatelnými. Toto označení rovněž představuje jedno z lokalizačních kritérií pro určení rozhodného právního řádu podle Haagské úmluvy.⁵⁵¹ Jednoznačnou identifikaci majetkových účtů nicméně nařizuje vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, ve znění pozdějších předpisů.⁵⁵² Výše uvedená zákonná úprava se zdá i bez uvedeného číselného označení účtu jako zákonné náležitosti v souladu s požadavky Ženevské úmluvy UNIDROIT, neboť umožňuje, aby na účtu cenných papírů byly vyznačeny zaknihované cenné papíry, a to každý jednotlivý zastupitelný cenný papír, resp. zastupitelné cenné papíry, i dispoziční omezení vyplývající z poskytnutí cenných papírů jako předmětu zajištění.⁵⁵³

Cenné papíry ovšem nemohou být předmětem záznamu na libovolném účtu v libovolné evidenci: investiční cenné papíry mohou být zaznamenány na vlastnickém účtu u centrálního depozitáře či na vlastnickém účtu u prostředníka v

548 § 94, odst. 1, písm. a) ZPKT.

549 § 94, odst. 2 ZPKT.

550 Aktéři finančních trhů spolu s podporou Evropské komise vytvořili iniciativu nesoucí název „DENISA“ zabývající se možností rozšíření mezinárodního identifikačního označení běžných účtů, tzv. IBAN, i na účty cenných papírů za účelem zvýšení transparentnosti tržního prostředí v oblasti obchodování s cennými papíry. (Zkratka „DENISA“ vznikla z počátečních písmen spojení Diagnostic European Numbers for International Securities Accounts (Diagnostické evropské číslování pro mezinárodní účty cenných papírů). Zkratka „IBAN“ vznikla z počátečních písmen spojení International Banking Account Number (Mezinárodní číslo bankovního účtu), mezinárodního standardu (ISO 13616:2007) pro označení bankovních účtů).

551 Čl. 4, odst. 1, písm. b) Haagské úmluvy.

552 § 6 vyhlášky.

navazující evidenci a zároveň v centrální evidenci na zákaznickém účtu vedeném pro tohoto prostředníka centrálním depozitářem; zaknihované cenné papíry kolektivního investování mohou být vedeny na účtech v samostatné evidenci. V samostatné evidenci lze rovněž registrovat investiční nástroje, jež nejsou cennými papíry. Konečně krátkodobé dluhopisy se splatností do jednoho roku mohou být vedeny v samostatné evidenci ČNB; tyto posléze uvedené dluhopisy mohou být zaknihovány rovněž v centrální evidenci, eventuelně také v evidenci navazující. Právní úprava účtů cenných papírů nezmiňuje pouze zaknihované cenné papíry jako způsobilý předmět evidence na účtu cenných papírů, nýbrž i investiční nástroje, jako jsou například deriváty, včetně listinných cenných papírů.⁵⁵⁴ Tím zákonodárce znejasňuje okruh předmětů způsobilých být předmětem záznamu na účtu cenných papírů a vytváří nezanedbatelný zdroj právního rizika. Jinými slovy, česká právní úprava zaknihovaných cenných papírů zřetelně nerozlišuje v případě samostatných evidencí cenných papírů mezi situacemi, kdy se jedná o evidenci nahrazující investiční nástroj, tj. případ, kdy lze s investičním nástrojem disponovat bez dalšího pouhým provedením záznamu v této evidenci, a kdy se jedná pouze o evidenci o investičním nástroji, tj. kdy změnou v záznamu v evidenci týkající se takového investičního nástroje nemůže bez dalšího dojít k dispozici s investičním nástrojem.⁵⁵⁵

Na rozdíl od předchozí úpravy, kde účet cenných papírů ve Středisku vznikl v určitých případech „ze zákona“ bez nutnosti existence smlouvy mezi konečným vlastníkem a Střediskem, stává se v současné úpravě smlouva podmínkou *sine qua non*, bez které účet cenných papírů nemůže existovat. Účet cenných papírů získává smluvní – soukromoprávní – základ, a to v podobě smlouvy o úschově cenných papírů mezi konečným vlastníkem a prostředníkem⁵⁵⁶ nebo smlouvy o vedení evidence mezi prostředníkem a centrálním depozitářem zvanou „smlouva o

⁵⁵³ Čl. 1, písm. c) Ženevské úmluvy UNIDROIT; Návrh oficiálního komentáře, str. 6.

⁵⁵⁴ § 93, odst. 1 ZPKT.

⁵⁵⁵ Dědič, J., Čech P.: op. cit. pozn. č. 157, str. 1 - 7.

⁵⁵⁶ § 34 ZCP.

*účastnictví v centrálním depozitáři.*⁵⁵⁷ V případě účtu zákazníků může konečný majitelem s prostředníkem uzavřít pouze smlouvu o úschově.⁵⁵⁸ Použití smlouvy o úschově cenných papírů původně určené pouze pro listinné cenné papíry se tak rozšiřuje i na zaknihované cenné papíry.⁵⁵⁹ Naproti tomu smlouvu o účastnictví v centrálním depozitáři ohledně vedení evidence mezi prostředníkem a centrálním depozitářem lze s největší pravděpodobností charakterizovat jako inominátní smlouvu, jejímž obsahem *„je pouze předávání a přijímání pokynů.“*⁵⁶⁰ Jediným vztahem, který není postaven na smluvním základě, zůstává vztah mezi centrálním depozitářem a majitelem vlastnického účtu u tohoto centrálního depozitáře v případě, že tento majitel, není účastníkem centrálního depozitáře. Tento vztah obdobně jako tomu bylo u Střediska cenných papírů vzniká ze zákona. Takovýto majitel není oprávněn dávat centrálnímu depozitáři příkazy ohledně jeho cenných papírů evidovaných na účtu. Disponovat s těmito cennými papíry může pouze prostřednictvím prostředníka, jenž je účastníkem centrálního depozitáře. Tento prostředník zprostředkovává příkazy majitele vlastnického účtu centrálnímu depozitáři, aby je tento depozitář na účtu vlastníka provedl.⁵⁶¹

Přes více než sedmileté zpoždění s jakým zahájil centrální depozitář svou činnost, je třeba ustavení centrálního depozitáře brát jako pozitivní příspěvek k funkční konvergenci českých trhů s cennými papíry s trhy mezinárodními prostřednictvím propojení s mezinárodním centrálním depozitářem a vypořádacím systémem Clearstream Banking Luxembourg. I když v rámci centrálního depozitáře vznikla pouze dvoustupňová evidence zaknihovaných cenných papírů, je nutno říci, že omezení počtu článků v rámci vlastnických řetězců není nic neobvyklého. Naopak záporně je třeba hodnotit komplikovanou a poněkud nelogickou strukturu jednotlivých evidencí cenných papírů a investičních nástrojů, stejně jako neujasněný právní charakter jednotlivých typů těchto evidencí.

⁵⁵⁷ § 109, odst. 4 ZCP.

⁵⁵⁸ § 110, odst. 1 ZPKT.

⁵⁵⁹ § 34, odst. 12 ZCP.

⁵⁶⁰ Pihera, Vl.: op. cit. pozn. č. 257, str. 26.

⁵⁶¹ Tamtéž.

Část třetí – Subjekty nepřímé držby

Problematika způsobu výkonu práv s cenným papírem spojených se týká výlučně nepřímé držby cenných papírů. Přímě držené cenné papíry, zejména ty v listinné podobě, výše problematika způsobu výkonu práv zcela míjí, neboť jak práva k těmto cenným papírům, tak práva s cennými papíry spojená vykonává jejich majitel přímo. Například k výběru výnosů z listinných cenných papírů či k uplatnění hlasovacích práv k nim je třeba tyto cenné papíry v originále předložit emitentovi. Má-li konečný majitel cenné papíry u sebe, může tyto úkony učinit zcela sám bez součinnosti jakékoli třetí osoby. Má-li tyto listinné papíry v úschově, musí mu schovatel tyto cenné papíry za tímto účelem vydat, avšak při samotném výkonu práv spojených s cennými papíry již schovatel nijak neparticipuje. Účast schovatele na výkonu práv s cenným papírem spojených může nastat pouze z vůle konečného majitele, pokud tento majitel zmocní schovatele výkonu těchto práv jeho jménem a na jeho účet. Naproti tomu u cenných papírů vedených na účtu v elektronické podobě je vztah mezi konečným majitelem těchto cenných papírů a jeho přímým prostředníkem podmínkou *sine qua non* existence a ekonomické životaschopnosti těchto cenných papírů. Nepřímě držené cenné papíry mohou existovat pouze v rámci tohoto vztahu; jejich samostatná existence mimo tento vztah je nemyslitelná.

Jak je bylo uvedeno v úvodu této práce, základními subjekty nepřímé držby jsou majitel účtu a prostředník, u něž je tento účet veden. Vedle toho je nutno k základním subjektům nepřímé držby počítat rovněž emitenta nepřímě držených cenných papírů: jeho úkony mohou totiž mít zásadní vliv jak na charakter či samotnou existenci nepřímě držených cenných papírů, tak na práva spojená s nepřímě drženými cennými papíry. Na druhou stranu emitentův vliv na vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem je pouze nepřímý; do samotného vztahu nezasahuje a v rámci vztahu z nepřímé držby mu vůči majiteli účtu či prostředníkovi nevznikají žádná práva či povinnosti.

Vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem ohledně nepřímo držených cenných papírů obsahuje dva základní aspekty: aspekt statický a aspekt dynamický. Statický aspekt vyjadřuje vztahy k nepřímo drženým cenným papírům „v klidu“, tj. když se nacházejí na účtu a není s nimi nakládáno; dynamický aspekt se dotýká cenných papírů v „pohybu“, tj. když jsou předmětem dispozičních úkonů ze strany prostředníka. Dynamický aspekt vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem je bezpochyby aspektem dominantním a naprosto zásadním hlediska ekonomického. Tento dynamický aspekt bohužel vtahuje do vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem řadu dalších osob, jako je například nabyvatel či osoba provozující vypořádání obchodů s cennými papíry na organizovaných trzích, čímž vytváří v rámci nepřímé držby komplexní vztahy, pro jejichž hlubší právní analýzu v této práci bohužel není prostor.

Díl první – Právní vztahy mezi subjekty nepřímé držby cenných papírů

V rámci nepřímé držby vznikají mezi subjekty, tj. majitelem účtu a prostředníkem, právní vztahy. Majiteli účtu v tomto vztahu vznikají – vedle hlavní povinnosti zaplatit cenu za poskytnutí služeb prostředníka – především práva, kdežto jeho přímému prostředníkovi především povinnosti. Některá práva a povinnosti vyplývají ze smluvního vztahu mezi majitelem a prostředníkem, jiná z věcných práv těchto subjektů vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům. Konečně nezanedbatelná část práv a povinností formující tento právní vztah vyplývá z veřejnoprávních předpisů regulujících výkon činnosti prostředníka. Jaké aspekty vztahu mezi majitelem a prostředníkem týkající se nepřímo držených cenných papírů jsou věcného a jaké závazkového charakteru – bráno prizmatem kontinentálních právních řádů – je velmi obtížné určit. Nicméně *cum grano salis* lze tvrdit, že věcného charakteru jsou ta práva a povinnosti, jež mají vliv i na práva a povinnosti třetích osob, tzn. osob odlišných od majitele účtu, prostředníka a emitenta. Těmito osobami jsou například osoby, jež nabývají práva k nepřímo drženému cennému papíru od majitele účtu či v případě insolvence prostředníka osoby jeho věřitelů. Ostatní práva a povinnosti mezi majitelem účtu a

prostředníkem lze *a contrario* považovat za práva a povinnosti závazkově právního charakteru bez dopadu na tyto třetí osoby. Vedle těchto dvou kategorií povinností se objevuje ještě kategorie regulačních povinností vznikajících prostředníkovi na základě jeho veřejnoprávního statutu.

Oddíl 1 – Funkční pojetí vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem

Určit a právně klasifikovat práva a povinnosti vznikající ze vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem je nesnadné. V omezeném rozsahu se o to v rámci vymezení působnosti svých kolizních norem pokusila Haagská úmluva rozlišením vztahů věcněprávního a závazkověprávního charakteru.⁵⁶² Tato diferenciaci charakteru práv a povinností mezi subjekty nepřímé držby obsažená nejen v Haagské úmluvě, ale i v kolizních ustanoveních jiných právních řádů, jako je například český zákon o mezinárodním právu soukromém,⁵⁶³ působí nicméně problémy, a to nejen v oblasti kolizní problematiky. Tyto problémy se soukromoprávní kategorizací práv a povinností mezi majitelem účtu a prostředníkem se rovněž objevily při přípravě Ženevské úmluvy UNIDROIT: hned zkraje přípravných prací na textu Úmluvy bylo proto rozhodnuto o přijetí tzv. funkčního přístupu, podle kterého práva a povinnosti vyplývající ze vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem budou definovány podle jejich skutečného obsahu a nikoli podle právních konceptů, s nimiž operují jednotlivé národní právní řády.⁵⁶⁴

Osnova dále analyzovaných práv a povinností vyplývajících ze vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem ohledně nepřímě držených cenných papírů majitele vedeným na účtu u prostředníka vychází ze zmíněného funkčního modelu Ženevské úmluvy UNIDROIT. Konkrétně se jedná o odstavec 1 článku 9 a odstavce 1 a 2 článku 10 Úmluvy, jež zrcadlovým způsobem vymezují jednotlivá

⁵⁶² Haagská úmluva, čl. 2, odst. 3, písm. a).

⁵⁶³ § 5 zákona č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním, v platném znění.

⁵⁶⁴ Poziční dokument Studijní skupiny UNIDROIT pro harmonizaci hmotněprávních norem týkajících se nepřímě držených cenných papírů, op. cit. pozn. č. 90, str. 14.

práva a povinnosti majitele účtu a prostředníka. Jelikož definičním znakem vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem jsou principiálně povinnosti prostředníka, jsou následující kapitoly nahlíženy optikou těchto povinností. Tyto povinnosti zahrnují povinnost prostředníka: (i) zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů, (ii) vykonávat příkazy majitele účtu, (iii) umožnit využití ekonomické hodnoty cenného papíru, a (iv) převést nepřímo držený cenný papír na účet k jinému prostředníkovi a/nebo ho přeměnit do jiné podoby a vydat majiteli účtu na základě příkazu majitel účtu; (v) naposledy je analyzována odpovědnost prostředníka za výkon výše uvedených povinností, jež je ze své podstaty druhotnou povinností prostředníka nastupující v případě nesplnění některé z předešlých povinností. Vzhledem k tomu, že se tato práce věnuje pouze statickým aspektům vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem, není záměrně zmíněno právo majitele účtu činit s nepřímo drženým cenným papírem dispoziční úkony prostřednictvím příkazů prostředníkovi⁵⁶⁵ a mezi povinnostmi prostředníka odpovídající povinnost příkazy majitele účtu vedoucí k dispozičním úkonům splnit.⁵⁶⁶

Kapitola 1 - Povinnost prostředníka zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů

Integritu nepřímo držených cenných papírů majitele účtu chrání dvě základní povinnosti uvalené na prostředníka: povinnost mít či držet dostatečné množství cenných papírů odpovídajících souhrnu klientských cenných papírů vedených u prostředníka a povinnost přiřadit práva klientů k jejich nepřímo drženým cenným papírům.

Obsahem povinnosti prostředníka zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů je především povinnost prostředníka zajistit ochranu nepřímo držených cenných papírů. Nicméně tato dříve velmi široká povinnost dnes kvůli elektronickému charakteru nepřímo držených cenných papírů podstatně změnila

⁵⁶⁵ Čl. 9, odst. 1, písm. b) Ženevské úmluvy UNIDROIT.

svůj obsah. Nepřímo držené cenné papíry není třeba chránit stejným způsobem jako listinné cenné papíry, protože fyzicky neexistují a vyskytují se pouze ve formě elektronických záznamů na účtu. Povinnosti opatrovat nepřímo držené cenné papíry, tj. zabránit jejich ztrátě, krádeži, zničení či neoprávněnému převedení, lze dostát splněním povinnosti prostředníka mít k dispozici množství cenných papírů odpovídající počtu záznamu na účtu majitele v jeho prospěch, zajistit jejich „identifikaci“ řádným vedením příslušných záznamů a zabezpečit tyto záznamy prostřednictvím adekvátních hardwarových, softwarových a jiných technických prostředků.

Ženevská úmluva UNIDROIT obecnou povinnost prostředníka opatrovat nepřímo držené cenné papíry výslovně uvádí pod písmenem a), odstavce druhého článku 10. Úmluva nicméně nespecifikuje konkrétní obsah této povinnosti a pouze odkazuje na článek 24 zabývající se povinností prostředníka mít či držet dostatečné množství cenných papírů či práv k nim.

Prostředník může vykonávat povinnost opatrovat nepřímo držené cenné papíry buď samostatně nebo prostřednictvím jiného prostředníka či svých poboček nebo organizačních složek. Rozdělení výkonu povinností prostředníka do různých funkčních útvarů je ekonomicky žádoucí. Takováto separace funkcí je ekonomicky efektivní, neboť umožňuje specializaci, jež ústí v kvalitnější poskytování jednotlivých služeb, než kdyby veškeré funkce prostředníka byly vykonávány jednou entitou. Dělbá funkcí prostředníka se v dnešním světě stala běžnou tržní realitou globálních vlastnických řetězců.⁵⁶⁷ Pro ilustraci poslouží následující příklad: prostředník inkorporovaný podle práva státu New York uzavře smlouvu se svým klientem prostřednictvím své pobočky v Tokiu, kde je účet cenných papírů veden a kde došlo k připsání prvních cenných papírů na tento účet. Výpisy z účtu nicméně prostředník zasílá majiteli účtu ze své provozovny v Dublinu, zaslání výnosů z dividend administruje prostředníkovou pobočka v Hong Kongu a o investiční poradenství ohledně cenných papírů evidovaných na účtu se

⁵⁶⁶ Čl. 10, odst. 2, písm. c) Ženevské úmluvy UNIDROIT.

stará pobočka v Singapuru. Konečně IT správa účtů majitele, včetně provádění záznamů na účtu a zálohování příslušných dat, je vykonávána z poboček v San Franciscu a v Novém Dillí.⁵⁶⁸

Ženevská úmluva uvádí možnost delegace výkonu povinností prostředníka v souvislosti s povinností mít či držet dostatečné množství cenných papírů či práv k nim jako jeden z možných způsobů výkonu této povinnosti.⁵⁶⁹ Tuto delegaci však nenařizuje, nýbrž pouze umožňuje; v konečném důsledku ponechává na smluvních státech, zda ji v rámci svého právního řádu připustí či nikoli. Ze zkoumaných právních řádů všechny dovolují prostředníkovi při splnění určitých podmínek sub-kontrahovat buď povinnost opatrovat nepřímo držené cenné papíry, či některé z dílčích povinností, jimiž se tato obecná povinnost realizuje.⁵⁷⁰

Kapitola 2 - Povinnost prostředníka vykonávat příkazy majitele účtu

Povinnost vykonávat příkazy konečného majitele týkající se nakládání s nepřímo drženými cennými papíry je další ze základních povinností zabezpečující integritu majitelova práva k nepřímo drženému cennému papíru.⁵⁷¹ Role prostředníka se omezuje pouze na vykonavatele této vůle bez možnosti tuto vůli na základě vlastní úvahy usměrňovat či negovat. Aby ekonomická i právní hodnota práva majitele k nepřímo drženým cenným papírům mohla být zachována v rámci více vrstevného vlastnického řetězce, je třeba, aby se povinnost respektovat příkazy konečného majitele účtu neomezila pouze na přímého prostředníka, ale aby stíhala všechny prostředníky, jichž by se důsledky příkazu konečného majitele k nakládání s jeho nepřímo drženými cennými papíry mohly týkat. Příkazy majitele

⁵⁶⁷ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 48.

⁵⁶⁸ Rogers, S.J.: Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries, Law School Faculty Papers, 2005, Paper 108, str. 128.

⁵⁶⁹ Čl. 24, odst. 2, písm. d).

⁵⁷⁰ Francie: čl. L211-8 CMF; Německo: § 3, odst. 1 německého DepotG; Rakousko: § 3, odst. 1 rakouského DepotG; Belgie: čl. 2 bis belgického nařízení č. 62; Lucembursko: čl. 12 LCTIF; Švýcarsko: čl. 8 LTI; USA: Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 4.

prostředníkovi lze dělit na příkazy vedoucí k dispozici s těmito cennými papíry, tj. obvykle k jejich prodeji či k zajištění závazků a na příkazy, jež k dispozici s cennými papíry nevedou a směřují pouze k výkonu práv s nepřímo drženými papíry spojenými, například k vydání potvrzení existence určitého množství cenných papírů na účtu za účelem uplatnění hlasovacích práv či přímo k výkonu takových práv prostředníkem jménem konečného majitele. Dispozičním příkazem majitel účtu realizuje ekonomickou hodnotu nepřímo drženého cenného papíru, čímž se zároveň jednorázově zbavuje práva na budoucí užitky z tohoto cenného papíru.⁵⁷² Naopak nedispozičním příkazem majitel nevyužívá hodnotu cenného papíru jednorázově, nýbrž si ponechává možnost brát užitky nepřímo drženého cenného papíru i v budoucnosti. Povinnost prostředníka plnit příkazy klienta má rovněž svou negativní stránku: prostředník nesmí plnit příkazy jiných osob než klienta či osoby klientem zmocněné. V důsledku toho stíhá prostředníka povinnost vždy ověřit identitu osoby, od níž příkaz přijímá. Povinnost prostředníka vyhovět příkazu majitele nepřímo držených cenných papírů se nevyčerpává splněním povinnosti verifikace identity osoby příkazce, ani učiněním příslušných záznamů na účtu majitele: v případě příkazu směřujícímu k odepsání cenných papírů z účtu zcizitele v rámci smlouvy s budoucím nabyvatelem, jenž nemá zřízen účet u téhož prostředníka, vyžaduje zmíněná povinnost od prostředníka, aby v součinnosti s prostředníkem nabyvatele či s centrální protistranou, jedná-li se o transakci uskutečněnou na organizovaném trhu, spolupracoval s prostředníkem nabyvatele při připsání cenných nepřímo držených cenných papírů na jeho účet.

Ženevská úmluva UNIDROIT ukládá prostředníkovi, kromě jiného, povinnost „*vyhovět jakémukoli příkazu daného majitelem účtu nebo jinou oprávněnou*

⁵⁷¹ Návrh oficiálního komentáře, str. 44.

⁵⁷² Vzhledem k tomu, že příkaz majitele účtu prostředníkovi k provedení dispozičního úkonu s nepřímo drženým cenným papírem je mnohem více projevem věcného práva či práva sui generis nakládat s cenným papírem, je o příkazech směřujících k dispozičním úkonům pojednáno z obecného hlediska níže v této části, v díle druhém, oddíl 1.

osobou“⁵⁷³ Pozitivní povinnost prostředníka plnit majitelovy příkazy, je doplněna v článku 23, který stanoví, že „*prostředník není ani povinen ani oprávněn vyhovět jakémukoli příkazu týkajícího se nepřímo držení cenných papírů majitele účtu danými jakoukoli jinou osobou, než tímto majitelem účtu.*“

Primární osobou, jejíž příkazy musí prostředník plnit, je majitel účtu cenných papírů. Příkazy ostatních osob se prostředník zásadně nemusí zabývat. Nicméně stejně jako u standardní smlouvy o vedení bankovního účtu či smlouvy o úschově není důvodu, proč by se majitel účtu nemohl při výkonu svých práv týkajících se nepřímo držení cenných papírů na tomto účtu evidovaných dát zastoupit jinou osobou či být zastoupen svým zákonným zástupcem.⁵⁷⁴ Jedinou limitací v tomto ohledu mohou představovat tzv. „*KYC rules*“ („*Know Your Customer rules*“), tj. omezení a identifikační povinnosti vyplývající z veřejnoprávní regulace namířené proti legalizaci výnosů z trestné činnosti či financování terorismu. Tato regulace sice obvykle znemožní nepřímé zastoupení majitele účtu bez identifikace osoby, pro jakou tento majitel jedná, avšak ne v míře, která by majitele účtů cenných papírů omezovala více než majitele účtů bankovních. Obdobně není zpravidla znemožněno, aby účet cenných papírů měl několik majitelů, a příkazy byly dávány prostředníkovi více osobami. Jakými způsoby se prostředník vypořádá s pluralitou osob oprávněných disponovat s cennými papíry evidovanými na účtu, tj. zda bude k provedení dispozice postačovat příkaz jednoho ze spolumajitelů či bude třeba nadpoloviční či jiná většina spoluvlastnického kolektivu, bude obvykle záležet na smlouvě o vedení účtu.⁵⁷⁵

Kapitola 3 – Povinnost prostředníka umožnit využití ekonomické hodnoty cenného papíru

Právo na využití ekonomické hodnoty cenného papíru představuje základní ekonomickou podstatu cenného papíru, neboť podle ní se určuje tržní hodnota

⁵⁷³ Čl. 10, odst. 2, písm. c).

⁵⁷⁴ Návrh oficiálního komentáře, str. 106.

⁵⁷⁵ Tamtéž, str. 8.

cenného papíru, a v případě akcií či podílů v jednotkách kolektivního investování rovněž tržní hodnota osoby emitenta. Toto právo na využití ekonomické hodnoty cenného papíru se sestává z práva na výnos z nepřímo drženého cenného papíru a u účastnických cenných papírů též z práva na uplatnění práv na řízení osoby emitenta, tj. zejména hlasovacích práv, práv na informace atd. Zatímco v případě listinného cenného papíru není při výkonu práv k tomuto cennému papíru stejně jako k výkonu práv s tímto cenným papírem spojeným součinnost prostředníka nutná, u nepřímo drženého cenného papíru se této součinnosti nelze z velké části vyhnout: u práv k nepřímo drženému cennému papíru se nelze bez součinnosti prostředníka obejít vůbec, u práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry se může intenzita součinnosti prostředníka různit. Je-li v systémech přímého vlastnictví majiteli nepřímo drženého cenného papíru zpravidla přiznáno právo rozhodnout o tom, zda práva s cennými papíry spojená bude vykonávat vůči emitentovi sám či zda k výkonu těchto práv zmocní prostředníka, v systémech vícevrstevných oprávnění majitel možnost takového výběru nemá: výkon těchto práv může obvykle zajišťovat pouze prostředník, oprávnění majitele se omezuje pouze na možnost zavázat prostředníka pokyny k výkonu těchto práv, zejména pokud jde o výkon hlasovacích práv spojených s účastnickými cennými papíry.

Právo majitele na výnosy z cenných papírů a výkon práv s cennými papíry spojenými uvádí Ženevská úmluva UNIDROIT na prvním místě mezi právy, jež se pojí s cennými papíry vedenými na účtu.⁵⁷⁶ Tomuto právu majitele účtu odpovídá zrcadlová povinnost prostředníka „*přijmout vhodná opatření, aby umožnil majiteli účtu získat výnosy a vykonat práva spojená s cennými papíry vedenými na účtu cenných papírů.*“⁵⁷⁷ Úmluva tuto povinnost prostředníka dále rozvíjí a ukládá mu „*pravidelně poskytovat majitelům účtu informace nutné pro výkon jejich práv.*“⁵⁷⁸ Toto ustanovení je doplněno povinnostmi prostředníků „*pravidelně převádět ve prospěch majitelů účtů dividendy a jiné výnosy přijaté v*

⁵⁷⁶ Čl. 9, odst. 1, písm. a).

⁵⁷⁷ Čl. 10, odst. 1, písm. a).

⁵⁷⁸ Čl. 10, odst. 1, písm. e).

*souvislosti s nepřímo drženými cennými papíry.*⁵⁷⁹ Způsob výkonu práv majitele účtu vůči emitentovi zůstává Úmluvou nicméně nedotčen,⁵⁸⁰ neboť Úmluva neurčuje „*koho je povinen emitent uznat jako majitele cenných papírů či osobu oprávněnou vykonávat práva spojená s cennými papíry (...).*“⁵⁸¹ Tím se Úmluva vyvarovává ingerence do práva společností⁵⁸² a umožňuje, aby práva spojená s cennými papíry vykonával svým jménem jak konečný majitel účtu, tak prostředník.

Právo majitele účtu využít práva spojená s nepřímo drženými cennými papíry je téměř univerzální právo: jeho obsah je téměř identický ve všech posuzovaných právních systémech, a to bez ohledu na to jaký právní vztah existuje mezi konečným majitelem nepřímo držených cenných papírů a jeho prostředníkem. Ať je konečný majitel v postavení vlastníka, spoluvlastníka, ekonomického vlastníka, fideucianta, majitele cenného oprávnění či osoby se zvláštním právem k nepřímo drženým cenným papírům, substance tohoto práva zůstává nezměněna: majitel má právo na výnos z cenného papíru, a jedná-li se o účastnické cenné papíry, jako jsou například akcie, rovněž právo podílet se na řízení osoby emitenta. Výnos z cenného papíru může být vyplacen buď v penězích nebo v cenných papírech emitenta. S právem podílet se na řízení osoby emitenta se pojí právo na informace o hospodaření emitenta. I přes tento univerzální a absolutní charakter práva na výnosy z cenného papíru a případně práva na podíl na řízení, může být ekonomická hodnota tohoto práva nulová, neboť emitent, zejména v případě akcií, nemusí vyplácet výnos z cenného papíru. Rovněž právo podílet se na řízení společnosti může být naprosto iluzorní, zvláště v případě minoritních akcionářů či v případě rozptýlu akcií mezi velké množství akcionářů.

Je-li substance práva na využití práv s cenným papírem spojených identická napříč spektrem posuzovaných právních řádů, není možné to samé říci o způsobu,

⁵⁷⁹ Čl. 10, ods t. 1, písm. f).

⁵⁸⁰ Čl. 8, odst. 1.

⁵⁸¹ Čl. 8, odst. 2.

⁵⁸² Návrh oficiálního komentáře, str. 35 a 36.

jakým je toto právo vykonáváno. Rámcově je možno vysledovat dva způsoby, jakými lze využít práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry: první způsob obnáší přímý výkon těchto práv, přičemž prostředník poskytuje majiteli nezbytnou součinnost k tomuto výkonu; tato součinnost může nabývat různé intenzity od pouhého vydání potvrzení o existenci nepřímo držených cenných papírů evidovaných na účtu po plnohodnotný výkon majitelových práv prostředníkem vůči emitentovi jménem a na účet majitele účtu. Druhý způsob výkonu práv spojených s nepřímo drženým cenným papírem je proveden prostředníkem jeho jménem, avšak s tím, že prostředník má povinnost převést získané výnosy na konečného majitele účtu. Zásadní rozdíl mezi uvedenými způsoby výkonu práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry spočívá v osobě, jež je formálním subjektem těchto práv: zatímco v prvním případě je tímto formálním (a rovněž materiálním) subjektem konečný majitel účtu, v druhém případě je formálním subjektem práv spojených s cenným papírem prostředník, kdežto materiálním subjektem konečný majitel účtu. Ponechat vybrání výnosů a výkon hlasovacích práv na konečném majiteli účtu lze pouze v těch právních řádech, které umožňují přímý vztah mezi konečným majitelem účtu a jeho emitentem, tedy pouze v systémech přímého vlastnictví, a to obvykle pouze v těch systémech, jež jsou zároveň transparentní či alespoň semi-transparentní. Naopak v systémech vícevrstevných oprávnění a v systémech netransparentních nebude možno výkon těchto práv ponechat na konečném majiteli účtu, neboť tento majitel nebude moci přinutit emitenta, aby uznal jeho právo držitele nepřímo drženého cenného papíru, protože v seznamu emitenta bude jako oprávněná osoba obvykle veden prostředník první úrovně.

Na úrovni práva EU řeší problematiku hlasování prostředníků na účet majitelů nepřímo držených účastnických cenných papírů v kotovaných společnostech článek 13 směrnice o právech akcionářů. Tento článek dopadá na případy, kdy jsou majitelé nepřímo držených akcií zastupováni při hlasování na valné hromadě jejich prostředníky. Nejdříve je směrnicí zajištěno, aby hlasování na valné hromadě bylo umožněno jak konečným majitelům akcií, kteří mají své akcie

evidovány na individuálních účtech, tak majitelům, jejichž akcie jsou registrovány na účtech sběrných. V případě sběrných účtů je stanoveno, že hlasování nesmí podléhat požadavkům na tzv. opětovnou registraci, tzn. požadavku, aby prostředník „ještě před valnou hromadou dočasně oddělil každého ze svých investorů u centrálního depozitáře s cílem mít možnost vykonávat hlasovací práva spojená s příslušnými akciemi.”⁵⁸³ Nakonec je zabezpečena možnost, aby prostředníci mohli hlasovat podle pokynů majitelů účtů, přičemž prostředníkům je uložena povinnost uchovávat po určitou dobu o těchto instrukcích příslušnou dokumentaci. Z opačného pohledu však tato směrnice „neukládá společnostem povinnost ověřovat, zda zmocněnci hlasují v souladu s hlasovacími pokyny od akcionářů, kteří je k hlasování zmocnili.”⁵⁸⁴

Kapitola 4 – Povinnost převést nepřímo držený cenný papír na účet k jinému prostředníkovi a/nebo ho přeměnit do jiné podoby a vydat majiteli účtu

Poslední povinností, jež spojuje konečného majitele, prostředníka a emitenta, je povinnost prostředníka převést nepřímo držené cenné papíry do režimu přímé držby. Ač se na první pohled může zdát sporné, jaká je role emitenta v této problematice, nelze nevidět, že je to v řadě právních řádů právě emitent, který v rámci objektivně stanovených mantinelů rozhoduje o tom, jakou podobu budou mít cenné papíry, které vydává. Takovéto rozhodnutí bude po celou dobu existence cenného papíru determinovat jeho podobu, nerozhodne-li se emitent pro jeho přeměnu. Takto určená podoba akcie poté v určitých právních rádech může být rozhodující pro to, zda cenný papír bude vůbec způsobilý být předmětem nepřímé držby či zda cenný papír bude moci být vyveden z nepřímé držby do držby přímé.

⁵⁸³ Návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů společností, jež mají své zapsané sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou připuštěny k obchodování na regulovaných trzích a jež mění směrnici 2004/109/ES – Posouzení vlivů, KOM(2005) 685 v konečném znění, 5. ledna 2006, str. 7.

⁵⁸⁴ Návěti 10 preambule směrnice o právech akcionářů.

Ženevská úmluva UNIDROIT formuluje explicitně pod písmenem c) odstavce 1 článku 9 právo majitele nepřímo držených cenných papírů držet nepřímo držené cenné papíry jinak než prostřednictvím účtu cenných papírů. Nestanoví však výslovně odpovídající povinnost prostředníka zajistit vyvedení nepřímo držených cenných papírů z režimu nepřímé držby. Nicméně tuto povinnost lze odvodit jednak z ustanovení, podle kterého se právo konečného majitele vyplývající z připsání cenných papírů na účet realizuje „*příkazem příslušnému prostředníkovi zajistit, aby cenné papíry mohly být drženy jinak než prostřednictvím účtu cenných papírů*“ a jednak z povinností prostředníka „*splnit jakékoli příkazy dané majitelem účtu nebo jinou zmocněnou osobou.*“⁵⁸⁵

Možnosti prostředníka zajistit přeměnu nepřímo držených cenných papírů do jiné, zejména listinné podoby, mohou být podstatným způsobem omezeny okolnostmi, jež jsou zcela mimo moc prostředníka. Tuto limitaci bere v úvahu i Úmluva, jež výslovně stanoví, že „*prostředník není nucen provést žádný úkon, který není v jeho moci.*“⁵⁸⁶ Úmluva uvádí i výčet okolností, jež mohou limitovat možnost prostředníka naplnit uvedené právo konečného majitele. Těmito okolnostmi jsou: (i) ustanovení příslušného právního řádu, například, když daný právní řád nezná jiné než dematerializované cenné papíry, (ii) emisní podmínky či stanovy emitenta, pokud obsahují zákaz přeměny nepřímo drženého cenného papíru do jiné podoby, (iii) smlouva o vedení účtu, tj. například v případě, že daný prostředník poskytuje pouze služby spojené s nepřímo drženými cennými papíry, a nikoli rovněž úschovu listinných cenných papírů a konečně (iv) jednotná pravidla vypořádacího systému,⁵⁸⁷ neboť v současné době téměř všechny organizované trhy a na ně navazující vypořádací systémy fungují v elektronické podobě a nepřipouštějí operace s cennými papíry či peněžitými prostředky v listinné podobě.

⁵⁸⁵ Čl. 10, odst. 2, písm. c).

⁵⁸⁶ Čl. 10, odst. 3.

⁵⁸⁷ Čl. 9, odst. 1, písm. c).

Kapitola 5 – Odpovědnost prostředníka

Vzhledem k tomu, že prostředník vykonává pro majitele účtu cenných papírů za úplatu určitou službu, stíhá ho odpovědnost za řádný výkon této služby. Tato služba spočívá ve splnění povinností uvedených ve smlouvě o vedení účtu či povinností stanovených příslušným právním řádem. V případě, že prostředník nesplní některou z těchto povinností a způsobí tím majiteli účtu škodu, bude povinen k náhradě takto způsobené škody. Ne každé porušení povinností prostředníka ovšem okamžitě vyvolá sankci odpovědnosti: příkladem může být porušení povinnosti zachovat integritu cenných papírů, tj. zajistit, aby záznamy na účtu majitele u prostředníka odpovídaly záznamům na účtu prostředníka u jeho prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce. V určitých situacích bude docházet k situaci, kdy v důsledku krátkodobé časové prodlevy při vypořádávání obchodů s cennými papíry v řádu hodin či několika dnů bude účet prostředníka vykazovat nižší počet cenných papírů než součet záznamů na účtech klientů tohoto prostředníka. Přesto, že v takovém případě půjde striktně vzato o porušení povinnosti prostředníka zachovat integritu nepřímě držených cenných papírů, nepůjde o porušení, jež by mělo odpovědnostní či jiné následky, neboť takové porušení vyplývá z povahy fungování systémů obchodování s cennými papíry. Tuto skutečnost bere na vědomí i Úmluva UNIDROIT, když stanoví, že nejde o porušení povinnosti prostředníka držet či mít přiměřené množství cenných papírů na svém účtu, v případě, že nedostatek cenných papírů na účtu během určité doby je nutným důsledkem fungování systému vypořádání.⁵⁸⁸

Odpovědnost za škodu způsobenou majiteli účtu ovšem nemusí být jediným typem odpovědnosti, který může být na prostředníka uvalen. Jelikož činnost prostředníka je v řadě právních řádů regulována předpisy veřejného práva – obvykle podřaditelnými do kategorie zvláštních předpisů správního práva –, bude činnost prostředníka, jež bude v rozporu s těmito předpisy, sankcionována odpovědností správněprávní, ať už v podobě správních pokut či odebrání povolení

⁵⁸⁸ Čl. 24, odst. 4.

k provozování činnosti prostředníka či jiných správních trestů, či eventuálně odpovědností trestněprávní.⁵⁸⁹ Tyto druhy odpovědnosti vyplývající z předpisů veřejného práva jdou však nad rámec této práce a nejsou proto dále podrobněji rozebírány.

Úmluva UNIDROIT se otázkám soukromoprávní odpovědnosti prostředníka za výkon jeho povinností v rámci nepřímé držby věnuje velmi spoře. Právní úpravu otázek týkající se odpovědnosti prostředníka ponechává na jednotlivých právních řádech bez toho, aby sjednocovala úpravu této problematiky.⁵⁹⁰ Jedinou výjimkou v tomto ohledu je stanovení minimálního rozsahu odpovědnosti z věcného hlediska: Úmluva určuje, že odpovědnost prostředníka musí vždy zahrnovat odpovědnost za úmyslné jednání a odpovědnost za hrubou nedbalost.⁵⁹¹

V dnešním světě je použití více prostředníků v rámci vlastnického řetězce běžnou realitou: tato realita je jednak vynucena ekonomicky, neboť rozdělení funkcí správy nepřímo držených cenných papírů může zajistit kvalitnější poskytnutí dané služby při vynaložení nižších nákladů a jednak právně, neboť určité zahraniční nepřímo držené cenné papíry nelze držet či spravovat bez paralelního zřízení organizační složky či pobočky v dané zemi. Toto rozdělení funkcí v rámci nepřímé držby má za následek vznik komplexních odpovědnostních vztahů, jež mohou do určité míry představovat protiváhu ekonomických pozitiv nepřímé držby, neboť majiteli účtu znesnadňují kompenzaci eventuelních ztrát způsobených vadným poskytnutím příslušných služeb. Pro majitele účtu bude s přistoupením každé další entity do správy jeho nepřímo držených cenných papírů růst především riziko kreditní, tj. riziko, že přijde o své cenné papíry v důsledku insolvence jakékoli z osob podílející se na výkonu správy jeho nepřímo držených cenných papírů. Rovněž bude narůstat riziko „krádeže“, tj. že v důsledku rozdílného zájmu některé z uvedených zainteresovaných entit dojde ke ztrátě či zpronevěře jeho nepřímo držených cenných papírů. Obě tato rizika mohou být

⁵⁸⁹ Návrh oficiálního komentáře, str. 132.

⁵⁹⁰ Čl. 28, odst. 1 až 3.

zesílena rizikem vyplývajícím z nemožnosti získat v takovém případě příslušné odškodnění, neboť konečný majitel obvykle nebude s jednotlivými sub-entitami prostředníka ve smluvním či jiném právním vztahu. Z tohoto důvodu všechny zkoumané právní řády uvalují na přímého prostředníka odpovědnost za jednání sub-prostředníka či alespoň za jeho řádný výběr. Má-li většina právních řádů s rozvinutým systémem finančního práva společné jádro odpovědnostních povinností prostředníka, jež zahrnuje odpovědnost za úmyslné jednání a odpovědnost za hrubou nedbalost, není tento minimální rozsah jediným společným jmenovatelem: všechny zkoumané právní řády vylučují v různé míře odpovědnost solventního prostředníka v případě, že konečnému majiteli vznikla škoda na jeho cenných papírech evidovaných prostředníkem na účtu okolnostmi vylučujícími protiprávní jednání prostředníka. Všechny zkoumané právní řády rovněž uvalují na prostředníka odpovědnost za nedbalostní jednání bez ohledu na jeho závažnost ovšem s tím, že odpovědnost za běžné nedbalostní jednání mohou prostředníci zpravidla smluvně omezit. Bude-li však relativně snadné klasifikovat nesplnění určité povinnosti prostředníka jako závažné či úmyslné, neboť protiprávnost takového jednání bude kvůli vysokému stupni závažnosti z dostupných faktů na první pohled zřejmá, nebude to samé platit o případech běžné či „lehké“ nedbalosti. V případech běžné či lehké nedbalosti na straně prostředníka bude nutno nejdříve určit standard výkonu dané povinnosti, při jehož dosažení bude stále ještě možné považovat výkon dané povinnosti prostředníkem za řádný. V opačném případě dojde k aktivaci prostředníkovy civilněprávní odpovědnosti a prostředník bude povinen buď k náhradě škody, k provedení určitých opatření k nápravě či může nastat imperativní re-alokace nepřímě držených cenných papírů z majetku prostředníka do majetku poškozeného majitele účtu.

Určení standardu „řádného“ výkonu té či oné povinnosti v konkrétním případě nebude vždy bez problémů: „zákonné“ formulace jednotlivých povinností prostředníka jsou ve všech zkoumaných právních řádech relativně obecné a jejich

591 Čl. 28, odst. 4 Úmluvy.

naplnění lze obvykle docílit několika způsoby. Příkladem problematičnosti určení standardu řádného výkonu povinností prostředníka může být prostředníkova povinnost umožnit konečnému majiteli výkon „*korporátních*“ práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry. Někteří koneční majitelé mohou mít zájem jen na tom, aby jim prostředník v rámci výkonu svých povinností zajistil vybrání dividend u emitenta a tyto dividendy připsal na jejich peněžní účet. Nezajistí-li jim prostředník možnost uplatnit svá práva na řízení společnosti prostřednictvím valné hromady, například tím, že opomene včas informovat konečné majitele o konání valné hromady, čímž jim znemožní hlasovat na valné hromadě, nebude to v takovém případě mít žádný vliv na odpovědnost daného prostředníka. Naopak, bude-li mít konečný majitel zájem na výkonu svých akcionářských práv týkající se řízení společnosti, může zmíněné opomenutí prostředníka mít z hlediska odpovědnostního velmi neblahé následky. Krom toho, i když si prostředník bude vědom toho, že konečný majitel má zájem na výkonu akcionářských práv, a umožní mu hlasování na valné hromadě, avšak opomene zajistit tomuto majiteli informace o hospodaření společnosti, které, aby se mohl rozhodnout pro jaké návrhy na valné hromadě hlasovat, je třeba se ptát, zda bude možno takové jednání stále ještě považovat za řádný výkon povinností „*umožnit majiteli účtu výkon práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry*“ nebo zda je nutno takovýto výkon již považovat za výkon, jež nedosahuje standardu „*řádného výkonu*“ a způsobuje aktivaci odpovědnostních povinností prostředníka.

Náhrada škody je posledním z prostředků, kterými prostředník může kompenzovat důsledky svého protiprávního jednání vůči konečnému majiteli. Ač je povinnost k náhradě škody nejběžnější povinností vyplývající z odpovědnostních povinností dotčeného subjektu, aktivace této povinnosti prostředníka v případě substandardního výkonu jeho povinností není z řady důvodů vhodným prostředkem k ochraně práv poškozeného majitele účtu. Díky likviditě trhu bude pro prostředníka často jednodušší získat za chybějící nepřímo držené cenné papíry ekvivalentní nepřímo držené cenné papíry na finančních trzích. Krom toho rozsah náhrady škody může být obtížně vyčíslitelný vzhledem

k neustálým pohybům tržní ceny cenného papíru. Pro určení výše škody budou hrát roli právní koncepty určující výši škody a její limitaci, stejně jako koncepty kauzality a zavinění. Přesto, že tyto obecné koncepty jsou společné řadě jurisdikcí, jejich použití v jednotlivých právních řádech na konkrétní případy se může zásadně lišit, neboť tato právní oblast je i v kontinentálních právních řádech z větší části regulována soudními rozhodnutími „*případ od případu*“, a tudíž náchylná k větší nesourodosti v porovnání s jinými právními oblastmi.

Jakýkoli prostředník jako osoba provozující určitou obchodní činnost se bude snažit omezit či vyloučit svou odpovědnost vyplývající z porušení svých povinností při správě nepřímo držných cenných papírů svých klientů. Rovněž se bude obvykle snažit omezit či vyloučit svou odpovědnost za škody způsobené prostředníky na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce, s nimiž je v přímém vztahu, či za sub-prostředníky, jimž sub-kontrahoval část plnění svých povinností. Těchto omezení či vyloučení odpovědnosti se zpravidla bude snažit dosáhnout prostřednictvím smlouvy o vedení účtu, a to přesným popisem svých povinností a způsobem jejich výkonu či omezením odpovědnosti za jejich splnění. Takovýmito smluvními ustanoveními se však obvykle nebude moci zprostit určitých povinností veřejnoprávního charakteru, jako je například povinnost mít k dispozici dostatek lidských a technických prostředků k zajištění nepřímo držných cenných papírů evidovaných na účtu proti ztrátě či krádeži.

Omezení či limitace odpovědnosti prostředníka za výkon jeho povinností bude mít za následek změnu v distribuci rizik vyplývajících z nepřímé držby. Podaří-li se určitému prostředníkovi přesunout část rizik na jiného prostředníka, nebude neobvyklé, že se tento prostředník bude snažit o to samé. V důsledku toho dopadne podstatná část rizik na konečného investora, jež bude nezdědka jednat v postavení spotřebitele. Této nerovné alokaci rizik se snaží zamezit kogentní normy příslušného právního řádu vyplývající jak ze soukromého práva, tak z veřejnoprávních regulatorních předpisů. Vedle těchto rizik, jež se prostředník bude snažit na konečného investora přesunout - avšak jímž se informovaný investor může do jisté míry vyhnout výběrem jiného prostředníka za předpokladu,

že soutěž mezi prostředníky na daném trhu bude fungovat optimálně - , bude tento investor čelit v rámci nepřímé držby ještě dalšímu typu rizika, jehož intenzita je pro něho více méně nepředvídatelná. Tímto rizikem je riziko spočívající v počtu prostředníků, jež se nacházejí mezi konečným majitelem a emitentem, skrz něž konečný majitel své nepřímo držené cenné papíry drží: čím vyšší bude počet těchto prostředníků, tím vyšší bude pravděpodobnost insolvence některého z nich, a tedy i riziko pro konečného majitele, že o své nepřímo držené cenné papíry přijde. Problémem konečného majitele při hodnocení takového rizika *ex ante* je skutečnost, že nemá reálnou šanci zjistit ani počet, ani identitu jednotlivých prostředníků v rámci vlastnického řetězce, a často ani právní řád či odpovědnostní režim, jímž jednotlivé entity v rámci vlastnického řetězce řídí. V reakci na toto pro konečného majitele obtížně předvídatelné riziko jednotlivé právní řády regulatorně omezují možnost prostředníků sub-kontrahovat své povinnosti na prostředníky, jež nepodléhají ve svém státě dostatečnému obezřetnostnímu režimu. Za stejným účelem rovněž omezují či zakazují smluvní ustanovení vylučující odpovědnost prostředníků za výkon povinností, jež tito prostředníci při své činnosti použili bez vědomí konečných investorů.⁵⁹²

Oddíl 2 – Právní kvalifikace vztahu mezi konečným majitelem a přímým prostředníkem

Vztah mezi konečným majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem je základním předpokladem existence nepřímo držených cenných papírů. Zatímco v systému common law panuje více méně jednota v názoru, že vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem ohledně nepřímo držených cenných papírů vedených na účtu tímto prostředníkem, nemůže být z důvodu nehmotné a zastupitelné povahy těchto cenných papírů považován za smlouvu o úschově či její variantu,⁵⁹³ a že jediným v úvahu připadajícím režimem, jemuž může být tento vztah podřízen, je institut

⁵⁹² Právní komise: Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: První seminář: op. cit. pozn. č. 154, str.17.

⁵⁹³ Anglické právo: Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 40; USA: Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1496.

trustu, obdobnou shodu lze jen těžko hledat v kontinentálních právních řádech.⁵⁹⁴ Napříč téměř všemi podrobněji analyzovanými kontinentálními právními řády zuří nesmiřitelná doktrinální bitva o to, jak klasifikovat právní vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem týkajících se cenných papírů evidovaných na účtu: jedná se o klasickou smlouvu o úschově nebo jde o zvláštní typ smlouvy o úschově, ve které se pojí smlouva o úschově s mandátní smlouvou? Či činí zvláštní povaha nepřímo držených cenných papírů ze smluvního vztahu mezi jejich majitelem a prostředníkem nový nepojmenovaný typ smlouvy? Ať už důvod těchto rozporů spočívá v absenci ekvivalentního institutu, jakým je v anglosaském prostředí trust, či v obtížně slučitelné povaze nepřímo držených cenných papírů s tradičním pojmem úschovy, nelze nevidět, že v konečném zúčtování je tento doktrinální problém druhořadý: jsou-li jasně vymezena jednotlivá práva a povinnosti majitele účtu a jeho přímého prostředníka, je otázka, o jaký typ smlouvy se jedná, otázkou čistě akademickou. Praktický význam má problém pojmenování a zařazení tohoto vztahu pouze tam, kde práva a povinnosti majitele účtu a prostředníka nejsou jasně dány. Zde je třeba řešit otázku, zda pomocí analogie použít na tento vztah subsidiárně zákonná ustanovení smlouvy o úschově či jiné smlouvy či pouze obecná ustanovení obchodního či občanského práva.

Kapitola 1 – Smlouva o úschově

Francouzské právo

Obsah povinností prostředníka v rámci vztahu s majitelem účtu je z velké části dán regulatorními předpisy francouzského peněžního a finančního zákoníku a nařízením francouzského úřadu pro dohled nad finančními trhy (AMF), neboť uzavření smlouvy o vedení účtu je pro strany zákonnou povinností a její obsah je do značné míry dán zákonem.⁵⁹⁵ Klasifikace takto vymezeného vztahu mezi majitelem účtu a přímým prostředníkem ohledně nepřímo držených cenných

⁵⁹⁴ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 52 a 53.

⁵⁹⁵ Čl. 331-69, 332-2 a čl. 331-71 an. nařízení AMF.

papírů vedených na účtu u prostředníka, je pojímána jako „klasická“ smlouva o úschově, a to nejen ve francouzském právu, ale i v právních řádech vycházejících z francouzského občanského zákoníku z roku 1804. Smlouva o úschově je shodně definována v občanském zákoníku francouzském, belgickém i lucemburském v článku 1915, který stanoví, že *„úschova obecně je úkon, kterým se přijímá věc jiného s povinností ji opatrovat a vrátit v původním stavu.“* Článek 1918 poté specifikuje, že předmětem úschovy může být pouze věc movitá, která dle článku 1919 musí být schovateli fyzicky předána.⁵⁹⁶

Argumentace zastánců pohledu na vztah mezi majitelem účtu a přímým prostředníkem vedoucím účet cenných papírů jako na smlouvu o úschově je založena především na právní fikci popsané výše, že dematerializovaný cenný papír je individualizovaná věc movitá, a tudíž způsobilá být předmětem úschovy i navrácení v původním stavu.⁵⁹⁷ K této fikci pak přistupuje fikce druhá, podle které je převod zaknihovaného cenného papíru z účtu na účet⁵⁹⁸ ekvivalentem fyzické tradice. Povinnosti prostředníka ohledně vedení účtu, ochrany práv vlastníků k cenným papírům na něm registrovaným,⁵⁹⁹ včetně povinnosti zabránit ztrátě či zničení těchto cenných papírů spolu s povinností vést o těchto cenných papírech řádné účetnictví,⁶⁰⁰ jsou považovány za znaky obecné povinnosti schovatele věc opatrovat.⁶⁰¹ Povinnosti prostředníka umožňující výkon práv spojených s cennými papíry či jejich přímý výkon prostředníkem jménem či na účet majitele, jež není možné subsumovat pod obecný pojem úschovy,⁶⁰² jsou konstruovány jako součást akcesorické mandátní smlouvy existující souběžně se

⁵⁹⁶ Článek 1919 předvídá rovněž fiktivní předání věci, nicméně to přichází v úvahu pouze v případě, že v okamžiku uzavření smlouvy má schovatel věc, jež předmětem úschovy, již ve své moci.

⁵⁹⁷ Maffei, A.: op. cit. pozn. č. 285, str. 244.

⁵⁹⁸ Čl. L211-15 francouzského CMF.

⁵⁹⁹ Čl. L211-9 francouzského CMF.

⁶⁰⁰ Čl. 322-4(1) nařízení AMF.

⁶⁰¹ Maffei, A.: op. cit. pozn. č. 285, str. 244.

⁶⁰² Cass. Com., 9. ledna 1990, Bull. Civ., IV, n°2, JCP, 1990.II.21495.

smlouvou o úschově.⁶⁰³ Pro úplnost zastánci právě popsaného pohledu se pro podporu svých argumentů, mimo jiné, dovolávají rozhodnutí trestního senátu francouzského kasačního soudu, jež označil vztah mezi vlastníkem nepřímo držených cenných papírů a jeho prostředníkem vzhledem k těmto cenným papírům za úschovu.⁶⁰⁴

S neméně silnou vehemencí s jakou zastánci kategorizace vztahu „majitel účtu – prostředník“ jako smlouvy o úschově argumentují ve prospěch tohoto zařazení, namítají odpůrci vykonstruovanost takovéto kategorizace, a označují tento vztah za zvláštní nepojmenovaný typ smlouvy o „*uložení a vedení účtu cenných papírů*.“ Hlavním argumentem těchto odpůrců je především nezpůsobilost nepřímo držených cenných papírů jako věcí nehmotných být předmětem úschovy pramenící z nemožnosti fyzického předání „*záznamů na účtu*“ prostředníkovi. Obdobně znemožňuje uvedený nehmotný a zastupitelný charakter dematerializovaných cenných papírů jejich opatrování a navrácení v původním stavu.⁶⁰⁵

Aniž bychom chtěli jakkoli rozsuzovat nastíněný doktrinní spor, lze konstatovat, že prvně uvedený pohled – tj. že vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem lze podřadit pod smluvní typ klasické úschovy – je stále pohledem majoritním, i když argumentace, na které je založen, čelí stále vzrůstajícím útokům ze strany opačného tábora pro přílišnou fiktivnost a distorzi objektivní reality.

Ve Francii je povinnost chránit cenné papíry v úschově stanovena výslovně ve finančním a peněžním zákoníku⁶⁰⁶ a dále specifikována v nařízení AMF.⁶⁰⁷ Tato obecná povinnost se sestává z následujících konkrétních povinností:⁶⁰⁸ povinnosti

⁶⁰³ Collart Dutilleul, Fr., Delebecque, Ph.: Contrats civils et commerciaux, 7. vydání, 2004, Dalloz, str. 746.

⁶⁰⁴ Cass. Crim., 30 mai 1996, Bull. criminel 1996 n°224, str. 625.

⁶⁰⁵ Nizard, F.: op. cit. pozn 184, str. 312, 327 - 328; Foyer, J., La dématerialisation des valeurs mobilières en France, Mélanges Guy Flattet, Payot, Lausanne, 1985, str. 29 a 31.

⁶⁰⁶ Čl. L211-9 CMF.

⁶⁰⁷ Čl. 322-4 nařízení AMF.

⁶⁰⁸ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428,, str. 104 – 105.

zdržet se užívání a/nebo disponování s nepřímo drženými cennými papíry majitele, tj. dodržování zákazu braní užitků z těchto cenných papírů, převádění či používání jako zajištění, povinnosti zabránit ztrátě svěřených papírů,⁶⁰⁹ povinnosti zajistit oddělení cenných papírů klienta a vlastních cenných papírů⁶¹⁰ a konečně povinnosti vést o svěřených cenných papírech předepsané záznamy v účetních knihách.⁶¹¹

Přesto, že povinnost prostředníka vykonávat příkazy majitele účtu není uvedena jako obligatorní náležitost smlouvy o vedení účtu, vyplývá z příslušných ustanovení nařízení AMF.⁶¹² Podle článku 322-3 nařízení AMF musí prostředník zajistit řádnou verifikaci identity osoby příkazce stejně jako její způsobilost dávat příkazy, zejména jedná-li se o osobu jednající jménem právnické osoby. Příkazy majitele účtu musí být uchovávány po určitou předepsanou dobu v rozmezí šesti měsíců až pěti let v závislosti na typu příkazu.⁶¹³

Vzhledem k tomu, že francouzské právo zastává pojetí, že dematerializací cenných papírů nedošlo ke kvalitativní změně cenného papíru, ponechává výkon práv spojených s cenným papírem vůči emitentovi v zásadě na konečném majiteli,⁶¹⁴ jako kdyby se nadále jednalo o lisitnný cenný papír. Francouzský regulátor nicméně zahrnul povinnost prostředníka informovat majitele účtu o jakýchkoli událostech týkajících se nepřímo držených cenných papírů vedených na jeho účtu do zmíněného nařízení AMF mezi veřejnoprávní povinnosti prostředníka.⁶¹⁵ Tato povinnost se nicméně nevztahuje na informace ohledně událostí týkajících se společnosti emitenta.⁶¹⁶ Pokud jde o výběr výnosů jak z cenných papírů na majitele, tak na jméno, tím může být pověřen centrální

⁶⁰⁹ Čl. 322-4, odst. 1 a 2 nařízení AMF.

⁶¹⁰ Čl. 322-4, odst. 3 nařízení AMF.

⁶¹¹ Čl. 322-17 an. nařízení AMF.

⁶¹² Například čl. 322-6 nařízení AMF.

⁶¹³ Dotazník LCG-EC, str. 572.

⁶¹⁴ Čl. 1844 francouzského Code de commerce.

⁶¹⁵ Čl. 332-5-1 a 3, nařízení AMF.

⁶¹⁶ Cass. Com., 9. ledna 1990, Bull. Civ. IV, č. 2, JCP, 1990.II.21459.

depozitář Euroclear France S.A, jenž může přijmout na účet svých klientů celkovou sumu výnosů vyplacených emitentem pro tyto klienty.⁶¹⁷ V případě distribuce výnosů v podobě dalších cenných papírů emitenta musí z důvodu povinné dematerializace tato distribuce proběhnout prostřednictvím centrálního depozitáře.⁶¹⁸ Prostředník má odpovídající povinnost převést jakýkoli obdržený výnos ve prospěch „svého“ majitele účtu. Není-li účet konečného majitele součástí řetězce účtů zahrnujících účty v Euroclearu či nedal-li konečný majitel svému prostředníkovi, resp. Euroclearu, zmocnění k výběru výnosů u emitenta, musí emitent převést výnosy z cenného papíru na účet majitele u daného prostředníka, resp. na jeho související povinně zřizovaný peněžní účet u tohoto prostředníka. Co se týče uplatnění hlasovacích práv u nepřímo držených účastnických cenných papírů, francouzské obchodní právo připouští obecně možnost hlasování na základě zmocnění i možnost dálkového hlasování elektronickými prostředky.⁶¹⁹ Konečný majitel může vykonávat hlasovací práva ke svým nepřímo drženým cenným papírům vůči emitentovi sám či tím může pověřit prostředníka. V prvním případě vydá prostředník majiteli účtu potvrzení o počtu cenných papírů evidovaných u něj na účtu;⁶²⁰ v druhém případě ustaví podle článku 228-2 francouzského obchodního zákoníku seznam všech majitelů cenných papírů daného emitenta, aby mohlo dojít k identifikaci akcionářů dotčeného emitenta.

Ve francouzském právním řádu, který nezná jiné než zaknihované cenné papíry a existenci takovýchto cenných papírů podmiňuje jejich evidencí na účtu u prostředníka, nebude prostředník nikdy moci převést zaknihované cenné papíry do listinné podoby a fyzicky je vydat majiteli. Povinnost prostředníka se tak redukuje

⁶¹⁷ Čl. 7.1 operačních pravidel Euroclear France S.A.

⁶¹⁸ Čl. 7.2 týchž operačních pravidel.

⁶¹⁹ Čl. L-225-06 a 225-07 francouzského Code de commerce.

⁶²⁰ Čl. 322-5, odst. 4 nařízení AMF.

pouze na povinnost převést zaknihovaný cenný papír na účet majitele k jinému prostředníkovi.⁶²¹

Z důvodu veřejnoprávního charakteru značné části povinností prostředníka představuje porušení těchto povinností prostředníkem buď porušení zákona či podzákoného předpisu, a odpovědnost prostředníka za takovéto porušení vyvstává více méně automaticky. Prostředník může podle článku 332-39 an. nařízení AMF svěřit jinému prostředníkovi výkon svých povinností vyplývajících ze vztahu s přímým majitelem účtu. Tato smlouva musí obligatorně vymezovat rozsah svěřených povinností, rozdělení odpovědnosti za výkon jednotlivých povinností a způsob, jakým bude výkon těchto povinností kontrolován. Subkontrahující prostředník plně ručí za výkon povinnosti subkontrahenta.⁶²² Trestněprávní odpovědnost stíhá prostředníka zejména za porušení zákazu použití nepřímo držených cenných papírů klienta ve svůj prospěch,⁶²³ jež může vyústit v trestný čin zneužití důvěry.⁶²⁴

Omezení odpovědnosti za výkon povinností prostředníka není v zásadě přípustné, zejména jedná-li o povinnosti vůči konečnému majiteli v postavení spotřebitele, a to z důvodu zmíněného veřejnoprávního charakteru většiny povinností prostředníka. Krom toho z civilněprávního hlediska nelze ve francouzském právu vyloučit odpovědnost za hrubou nedbalost či úmyslné jednání.⁶²⁵

Belgické a lucemburské právo

Vzhledem k tomu, že jak Belgie, tak Lucembursko přejaly ustanovení francouzského občanského zákoníku, včetně ustanovení o úschově, lze v podstatě identickou diskuzi ohledně charakteru právního vztahu mezi konečným majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem vysledovat i v těchto právních rádech. V obou

⁶²¹ Čl. L211-6 francouzského CMF; Čl. 322-4, odst. 3 nařízení AMF.

⁶²² Dotazník LCG-EC, str. 221.

⁶²³ Ve fr.: „*prohibition de tirage sur la masse*.“

⁶²⁴ Ve fr.: „*abus de confiance*“, čl. L 314-1 Code pénal.

⁶²⁵ Dotazník LCG-EC, str. 361.

právních řádech se vztah mezi majitelem a prostředníkem řídí zásadně smlouvou o úschově podle občanského zákoníku, nestanoví-li jinak zvláštní ustanovení. V Belgii je tímto zvláštním ustanovením královské nařízení č. 62, v Lucembursku zákon o oběhu nepřímo držených cenných papírů.⁶²⁶ Část belgické a francouzské doktríny považuje vztah mezi prostředníkem a majitelem účtu nadále za smlouvu o úschově, byť v mnoha ohledech modifikovanou, kdežto část kvalifikuje tento vztah jako nový typ smluvního vztahu z důvodu kvalitativní změny obsahu tohoto vztahu.⁶²⁷

Povinnost zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů vyplývá z obecných ustanovení o úschově belgického i lucemburského občanského zákoníku, zejména z článku 1930.⁶²⁸ Tato obecná povinnost – nazývaná lucemburskou doktrínou jako „*materiální ochrana*“⁶²⁹ – je rozvedena do jednotlivých konkrétních povinností týkajících se individuálních aspektů evidence nepřímo držených cenných papírů na účtu: každý prostředník má především povinnost vést o nepřímo držených cenných papírech klientů záznamy, tzn. individualizovat nepřímo držené cenné papíry jednotlivých majitelů účtů tak, aby bylo kdykoli možné identifikovat počet cenných papírů náležejících jednotlivým klientům;⁶³⁰ dále musí nepřímo držené cenné papíry chránit před ztrátou či zničením,⁶³¹ nesmí tyto cenné papíry nijak užívat⁶³² a konečně musí zajistit oddělení nepřímo držených cenných papírů klientů od nepřímo držených cenných

⁶²⁶ V lucemburském právu tento vztah vyplývá přímo z ustanovení čl. 11 zmíněného zákona; v belgickém právu je tento vztah dovozován doktrinárně (Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 58 – 59).

⁶²⁷ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 73; Bourrin, Ph., Droits et obligations du banquier dépositaire des titres in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier, str. 1248 an.; Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1297.

⁶²⁸ Dotazník LCG-EC, str. 348 a 350.

⁶²⁹ Ve fr.: „*garde matérielle*,” jež je odlišována od tzv. „právní ochrany” (ve fr. „*garde juridique*”). Zatímco materiální ochrana se týká ochrany cenných papírů jako takových, povinnost právní ochrany se zaměřuje na ochranu, resp. výkon práv spojených s cennými papíry, např. včasné vybrání výnosů z cenných papírů.

⁶³⁰ Čl. 2 a čl. 6 belgického nařízení č. 62; Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 63; čl. 3 lucemburského LCTIF.

⁶³¹ Čl. 1927 belgického i lucemburského občanského zákoníku.

⁶³² Belgie i Lucembursko: čl. 1930 občanského zákoníku.

papírů ve vlastním majetku, a to i v případě, že byly svěřeny sub-prostředníkovi.⁶³³ V lucemburském právu musí prostředník, který je úvěrovou institucí, rovněž nechat nepřímo držené cenné papír klientů přiměřeně pojistit.⁶³⁴

Stejně jako v případě otázky charakteru smlouvy mezi prostředníkem a majitelem účtu, lze v Belgii i v Lucembursku vysledovat obdobnou problematiku jako ve Francii ohledně rozsahu povinnosti prostředníka vykonávat příkazy majitele účtu. Pokud konečný majitel dá na základě mandátní smlouvy obsažení ve smlouvě o vedení účtu prostředníkovi příkaz k výkonu práv spojených s jeho nepřímo drženými cennými papíry, je prostředník povinen tento příkaz vykonat.⁶³⁵

V belgickém i lucemburském právním řádu není prostředník v rámci vztahu s majitelem účtu zásadně povinen vykonávat pro majitele účtu práva spojená s nepřímo drženými cennými papíry, jako je například právo majitele cenného papíru na informace či v případě účastnických cenných papírů právo na výkon hlasovacích práv.⁶³⁶ Výjimku z tohoto pravidla vyplývající z akcesorických povinností prostředníka ze smlouvy o úschově tvoří povinnost vybrat u emitenta výnosy z nepřímo drženého cenného papíru majitele účtu a převést je v jeho prospěch.⁶³⁷ V belgickém právu má platba těchto výnosů emitentem centrálnímu depozitáři a centrálním depozitářem jeho členu pro tyto osoby ze zákona zprošťující účinek.⁶³⁸ Pokud jde o ostatní ekonomická práva, jako je například právo na informace od emitenta či právo hlasovací, v tomto ohledu má prostředník pouze povinnost umožnit konečnému majiteli, aby mohl svá práva z nepřímo drženého cenného papíru vůči emitentovi vykonávat, a to zejména

⁶³³ Čl. 1 bis, 2 bis a 10 belgického nařízení č. 62; čl. 4, 12 a 14 lucemburského LCTIF.

⁶³⁴ Čl. 37 lucemburského zákona z 5. dubna 1993 o finančním sektoru; Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. č. 627, str. 1260.

⁶³⁵ Tribunal de commerce de Bruxelles, rozhodnutí ze 7. února 1995, *Revue de droit commerciale belge*, 1996, str. 80; Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. č. 627, str. 1266.

⁶³⁶ Čl. 10 belgického nařízení č. 62; čl. 7 lucemburského LCTIF; Dotazník LCG-EC, str. 416.

⁶³⁷ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 72 - 73; Trib. Arr. Luxembourg, 29. říjen 1993, *Bulletin Droit et Banque*, n° 28, 1999, ALJB, str. 31; Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1309 - 1310.

⁶³⁸ Čl. 10 bis belgického nařízení č. 62.

výpisem osvědčujícím existenci nepřímo držených cenných papírů na účtu u prostředníka.⁶³⁹ Má-li prostředník vykonávat práva spojená s nepřímo drženým cenným papírem na účet konečného majitele, je nutné, aby mezi s sebou za tímto účelem uzavřeli mandátní smlouvu. Obdobně jako ve francouzském právu informování konečného majitele ohledně korporátních událostí týkajících se jeho akcií není automatickou součástí vztahu mezi konečným majitelem a jeho přímým prostředníkem.⁶⁴⁰

V obou právních řádech se prostředník platně zproští své povinnosti vrátit uschované cenné papíry odevzdáním cenných papírů nebo ostatních finančních nástrojů stejné povahy bez ohledu na neshodu v číselném označení nebo v jiných individuálních identifikačních prvcích.⁶⁴¹ Zatímco v Belgii podobně jako ve Francii může prostředník tuto povinnost z důvodu zrušení listinných cenných papírů splnit pouze převedením nepřímo držených cenných papírů klienta na účet tohoto klienta u jiného prostředníka, v Lucembursku mohou být konečnému majiteli doručeny i listinné cenné papíry za předpokladu, že emitent s takovým převedením souhlasí.⁶⁴² V obou právních řádech jde o povinnost absolutní.⁶⁴³

Přestože v obou právních řádech je obecná povinnost prostředníka opatrovat nepřímo držené cenné papíry klientů kvalifikována jako povinnost relativní, tj. jako povinnosti vykonávat veškeré možné úsilí, nikoli povinnost k dosažení určitého výsledku,⁶⁴⁴ nelze tutéž kvalifikaci aplikovat i vůči specifickým povinnostem prostředníka ohledně úschovy nepřímo držených cenných papírů.

⁶³⁹ Čl. 11 belgického nařízení č. 62; čl. 8 lucemburského LCTIF; v lucemburském právu je prostředník nicméně povinen informovat klienta o skutečnostech týkajících se cenných papírů samotných, avšak nikoli ohledně událostí týkajících se společnosti emitenta (Cour d'appel de Luxembourg, rozhodnutí z 26. března 1997, Bulletin Droit et Banque, n° 28, 1999, ALJB, str. 29.). Jak je vidět, linie mezi tím, o čem je prostředník majitele cenných papírů povinen automaticky informovat, a o čem již nikoli, je velice tenká (pozn. aut.).

⁶⁴⁰ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 73; Lucembursko: Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. č. 627, str. 1267.

⁶⁴¹ Čl. 4 belgického nařízení č. 62; čl. 5 lucemburského LCTIF.

⁶⁴² Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1300.

⁶⁴³ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 284, str. 71; Tribunal arbitral d'Esch (Lucembursko): 14 juillet 1980, 25, 37.

Tyto povinnosti mají naopak spíše charakter povinností k dosažení určitého výsledku,⁶⁴⁵ a tudíž odpovědnost za jejich výkon je – s výjimkou vyšší moci – nutno považovat za odpovědnost absolutního charakteru.⁶⁴⁶ V belgickém i lucemburském právu je prostředník plně odpovědný za jednání osob, které použil při výkonu svých povinností vyplývajících ze vztahu z majitelem účtu cenných papírů.⁶⁴⁷

Jak v belgickém, tak lucemburském právu mohou prostředníci omezit rozsah své odpovědnosti, a to jak ve vztahu ke svým přímým klientům, tak ve vztahu k sub-prostředníkům a prostředníkům na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce. V obou právních řádech má však případné smluvní omezení odpovědnosti své limitace: za prvé, nelze omezit odpovědnost za splnění povinností vyplývajících z kogentních zákonných ustanovení; za druhé, není možno vyloučit odpovědnost za vědomé či úmyslné porušení povinností prostředníka; a konečně, za třetí, smluvní ustanovení omezující odpovědnost prostředníka mohou být považovány za neplatné, pokud limitují podstatu určité povinnosti do té míry, že takovou povinnost zcela zbavují jejího smyslu.⁶⁴⁸

Kapitola 2 – Zvláštní typ smlouvy o úschově

Německé a rakouské právo

Rakouské a německé právo není svědkem problémů s doktrinní kvalifikací vztahu mezi prostředníkem a majitelem účtu jako je tomu v okruhu francouzsky orientovaných kontinentálních právních řádů: otázkou kvalifikace smlouvy o vedení účtu cenných papírů výslovně se oba právní řády vypořádávají již v názvu příslušného zákona upravující otázky ohledně vztahu mezi prostředníkem a

⁶⁴⁴ Haentjens, M.: tamtéž; Lucembursko: Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. č. 627, str. 1243 an.;

⁶⁴⁵ Lucemburská doktrína charakterizuje povinnost prostředníka chránit cenné papíry jako „zesílenou povinnost vynaložit veškeré úsilí,” či „zeslabenou povinnost k dosažení výsledku.”

⁶⁴⁶ Dotazník LCG-EC, str. 348 a 350; Haentjens, M.: tamtéž; Čl. 13 lucemburského LCTIF;

⁶⁴⁷ Dotazník LCG-EC, str. 209 a 215; Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. č. 627, str. 1257.

⁶⁴⁸ Dotazník LCG-EC, str. 209.

majitelem účtu, neboť jej shodně nazývají jako „*zákon o úschově cenných papírů*.“

Povinnost zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů v německém a rakouském právu stanovena není, nicméně lze ji dovodit nepřímo zejména z ustanovení o civilněprávní a trestněprávní odpovědnosti prostředníka za výkon povinností ohledně nepřímo držených cenných papírů majitele účtu.⁶⁴⁹ Vzhledem k domněnce, že veškeré cenné papíry prostředníka, jež vykonává bankovní činnost, evidované na účtu u jeho prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce se považují za cenné papíry klientů prvně jmenovaného prostředníka,⁶⁵⁰ absentuje v německém i rakouském právu povinnost oddělit nepřímo držené cenné papíry klientů od vlastních. Kvůli koncepci nepřímo drženého cenného papíru jako zvěcnělého práva k abstraktnímu souhrnu cenných papírů nacházejícím se u centrálního depozitáře, neexistuje - s výjimkou centrálního depozitáře - ani povinnost chránit nepřímo držené cenné papíry. Obsah povinnosti zachovat integritu nepřímo držených cenných papírů se omezuje na povinnost zajistit řádné vedení účtů cenných papírů jednotlivých klientů a na povinnost vykonávat příkazy majitelů účtu na základě k tomu daného zmocnění.

Povinnost prostředníka provádět příkazy majitelů, jež mají u něj zřízen účet, není v německém právu stanovena výslovně, avšak tuto povinnost prostředníka dovozuje doktrína.⁶⁵¹ Pokud jde o provádění dispozičních příkazů, je tato

⁶⁴⁹ Dodržování povinnosti oddělit nepřímo držených cenných papírů majitelů od vlastních nepřímo držených cenných papírů prostředníka je v německém právu vynucováno i specifickými trestněprávními normami uvedenými přímo v německém zákoně o úschově, zejména prostřednictvím ustanovení §§ 34 a 37: první z těchto ustanovení prohlašuje za trestný čin neoprávněné dispozice se svěřenými cennými papíry, druhé sankcionuje porušení povinností prostředníka ohledně nepřímo držených cenných papírů konečného majitele vedoucí k insolvenci prostředníka a zabraňující konečnému majiteli efektivně uplatnit svůj nárok na vynětí svých nepřímo držených cenných papírů z insolvenční podstaty prostředníka.

⁶⁵⁰ § 4, odst. 1 německého DepotG; § 9, odst. 2 rakouského DepotG.

⁶⁵¹ Einsele, D.: op. cit. pozn. č. 95, str. 260.

povinnost poměrně podrobně upravena zákonnými ustanoveními;⁶⁵² jde-li o nedispoziční příkazy, zejména ty, týkající se využití ekonomické hodnoty nepřímo drženého cenného papíru, je v tomto ohledu situace komplikovanější.

Uplatnění práv na výnosy z cenných papírů či výkon hlasovacích práv či práv na informace leží primárně na konečném majiteli účtu. Ten může svá práva z nepřímo držených cenných papírů vykonávat přímo vůči emitentovi bez využití služeb prostředníka: v takovém případě bude mít vůči svému prostředníkovi právo, a ten odpovídající povinnost, vydat potvrzení o počtu nepřímo držených cenných papírů vedených u něj pro majitele účtu, na základě něhož bude tento majitel moci uplatnit svá práva z nepřímo držených cenných papírů u emitenta.⁶⁵³ Alternativně však může konečný majitel účtu pověřit k výkonu těchto svých práv prostředníka; pokud je touto osobou prostředník, jež vykonává bankovní činnost, a jedná-li se o vybrání výnosů z nepřímo držených cenných papírů, bude toto zmocnění obsaženo ve smlouvě o vedení účtu, resp. v jeho příloze tvořící součást této smlouvy, zvané zvláštní podmínky pro obchody s cennými papíry používané bankami-prostředníky.⁶⁵⁴ Takto zmocněný prostředník může k výkonu těchto práv konečného majitele zmocnit další osobu – zpravidla prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce či centrálního depozitáře.⁶⁵⁵ Centrální depozitář, stejně jako navazující prostředníci, jsou poté povinni převést vybrané výnosy z nepřímo držených cenných papírů až na konečné majitele účtu, v jejichž prospěch jsou tyto cenné papíry evidovány.⁶⁵⁶ Bude-li se naopak jednat o výkon hlasovacích práv, musí v německém právu konečný majitel účtu udělit prostředníkovi za tímto účelem zvláštní zmocnění, jež se bude vztahovat na

⁶⁵² § 18 an. německého DepotG; § 13 an. rakouského DepotG.

⁶⁵³ Dotazník LCG-EC, str. 374, 157 a 391.

⁶⁵⁴ Německo: Čl. 14 zvláštních podmínek pro obchody s cennými papíry (v něm: „*Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*“); Rakousko: obvykle čl. 10 až 14 všeobecných obchodních podmínek bank-prostředníků.

⁶⁵⁵ Obdobně, pokud jde o dluhopisy Spolku, může být k výkonu práv spojených s těmito dluhopisy zmocněn centrální depozitář Clearstream Banking AG. Clearstream Banking AG je totiž „ze zákona“ oprávněn požadovat výplatu příslušných výnosů z daných dluhopisů a daný emitent se plněním vůči této osobě zproští svých závazků vyplývajících z práv spojených s takovými dluhopisy (viz čl. 6, odst. 7 BSchuWG).

neomezený počet společností se sídlem v Německu a dát prostředníkovi výslovné pokyny k tomu, jak má hlasovací práva vykonávat.⁶⁵⁷ V případě výkonu hlasovacích práv se však v řetězci zmocněnců neobjeví centrální depozitář, Clearstream Banking AG, neboť ten vzhledem k německým entitám hlasovací práva na cizí účet neuplatňuje.⁶⁵⁸ V rakouském právu není otázka zmocnění řešena specificky zákonným ustanovením, nýbrž ve všeobecných obchodních podmínkách bank-prostředníků.⁶⁵⁹ Prostředník má ovšem v tomto ohledu povinnost monitorovat úkony emitenta ohledně nepřímo držených cenných papírů majitele účtu a podávat mu o tom příslušné informace.⁶⁶⁰ Ve všech případech bude výkon práv spojených s cennými papíry prostředníkem či centrálním depozitářem výkonem práv pro jinou osobu, konkrétně pro konečného majitele, nikoli výkonem práv na svůj vlastní účet.⁶⁶¹

Je-li v některých právních řádech znemožněna přeměna nepřímo drženého cenného papíru do listinné podoby přímo zákonnými ustanoveními, jako například ve Francii či v Belgii, v určitých právních řádech bude stejného efektu dosaženo rozhodnutím emitenta o podobě cenných papírů ve stanovách či v emisních podmínkách: například, v německém právním řádu může akciová společnost ve svých emisních podmínkách určit, že podoba cenných papírů bude pouze imobilizovaná.⁶⁶² V takovém případě není prostředník oprávněn přeměnit nepřímo držené cenné papíry do listinné podoby a v této podobě je vydat majiteli účtu;⁶⁶³ v úvahu bde připadat pouze převod na účet u jiného prostředníka. Na druhou stranu, není-li tato přeměna emitentem vyloučena, má každý majitel účtu nárok na vydání cenných papírů ve fyzické podobě ve stejné jmenovité hodnotě či

⁶⁵⁶ Dotazník LCG-EC, str. 383 a 391 - 392.

⁶⁵⁷ Čl. 128 a 135 německého AktG; Dotazník LCG-EC, str. 372 - 373.

⁶⁵⁸ Dotazník LCG-EC, tamtéž.

⁶⁵⁹ Čl. 13 všeobecných obchodních podmínek bank-prostředníků.

⁶⁶⁰ Německo: čl. 14 zvláštních podmínek pro obchody s cennými papíry; Rakousko: čl. 10 všeobecných obchodních podmínek bank-prostředníků.

⁶⁶¹ Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 266 - 267.

⁶⁶² § 10, odst. 5 německého AktG.

⁶⁶³ § 6, odst. 2 rakouského DepotG; § 9, odst. 3 německého DepotG; § 6, odst. 2 a 3

ve stejném počtu kusů: jde-li o sběrnou úschovu, nemá majitel účtu nárok na vydání identických listinných cenných papírů;⁶⁶⁴ takový nárok vznikne majiteli účtu pouze u cenných papírů v individuální úschově.⁶⁶⁵ Odmítne-li přímý prostředník příkaz konečného majitele účtu k vydání či převodu nepřímo držených cenných papírů, může se konečný majitel obrátit se svým nárokem na vydání či převod obrátit na prostředníka svého přímého prostředníka či přímo na centrálního depozitáře.⁶⁶⁶ Co se týče dluhových cenných papírů německého Spolku v podobě cenných pohledávek či sběrných cenných pohledávek, ty jsou zaknihovány ze zákona a přeměna do podoby listinných cenných papírů a jejich vydání prostředníkovi, ač teoreticky možná,⁶⁶⁷ nepřichází z praktického hlediska v úvahu.⁶⁶⁸

Odpovědnost za jednání prostředníka, zvláště za nedostatek cenných papírů v moci prostředníka odpovídajících záznamům na klientských účtech, je upravena, jak v německém,⁶⁶⁹ tak rakouském zákoně o úschově cenných papírů,⁶⁷⁰ a to téměř identicky. Z perspektivy věcného rozsahu pokrývá prostředníkova odpovědnost jak nedbalost, tak vědomé či úmyslné porušení povinností. Z pohledu osobního ručí prostředníci konečným majitelům účtu v postavení spotřebitelů za jednání sub-prostředníků či prostředníků vyšší úrovně plně, s výjimkou situace, kdy si konečný majitel výslovně vymíní, aby jeho nepřímo držené cenné papíry byly spravovány jím zvoleným sub-prostředníkem.⁶⁷¹ Odpovědnost za nedbalost či vědomé či úmyslné porušení povinností se

BSchuWG.

⁶⁶⁴ § 6, odst. 1 německého DepotG; § 7, odst. 1 německého DepotG.

⁶⁶⁵ § 2, odst. 1 rakouského DepotG; § 2 německého DepotG.

⁶⁶⁶ Tamtéž, str. 318 – 319 a 323.

⁶⁶⁷ Dle § 5, odst. 1 BSchuWG tyto cenné pohledávky mohou, nikoli musí, být vedeny v elektronické formě.

⁶⁶⁸ Dotazník LCG-EC, str. 6 - 7.

⁶⁶⁹ § 5, odst. 2 německého DepotG.

⁶⁷⁰ § 6, odst. 1 rakouského DepotG.

⁶⁷¹ § 3, odst. 2 německého DepotG; § 3, odst. 3 rakouského DepotG.

materializuje náhradou příslušných nepřímo držených cenných papírů či peněžním odškodněním.⁶⁷²

Jak věcný, tak osobní rozsah odpovědnosti může být v obou právních řádech omezen: v prvním ohledu může být omezena odpovědnost za nedbalost,⁶⁷³ avšak nikoli za vědomé či úmyslné porušení povinností; v druhém ohledu může prostředník omezit svou odpovědnost na řádný výběr sub-prostředníka.⁶⁷⁴ Nicméně přes možnost těchto omezení ani německý centrální depozitář, Clearstream Banking AG, ani banky v postavení prostředníků zpravidla neomezují svou plnou odpovědnost za jednání třetích osob, které použily při výkonu svých depozitářských povinností v rámci domácího německého GS-systému. Smluvní limitace odpovědnosti za jednání cizích prostředníků se nicméně objevují v rámci držby neněmeckých nepřímo držených cenných papírů prostřednictvím WR-systému.⁶⁷⁵ Obdobné řešení vzhledem k některým zahraničním depozitářům přijímá i rakouský centrální depozitář: pokud jde o smluvní omezení v rámci domácího rakouského systému, přebírají rakouské banky obvykle plnou odpovědnost za jednání třetích osob při výkonu povinností prostředníka vůči konečným majitelům účtu v postavení spotřebitelů, nikoli však vůči profesionálním investorům.⁶⁷⁶

Kapitola 3 – Zvláštní smluvní typ

Švýcarské právo

Švýcarský zákonodárce zvolil při vytváření nové speciální úpravy pro nepřímou držbu cenných papírů tzv. otevřenou normativní architekturu, ne nepodobnou funkčnímu přístupu tvůrců Ženevské úmluvy UNIDROIT, s cílem vyhnout se

⁶⁷² Dotazník LCG-EC, str. 353.

⁶⁷³ V Rakousku může prostředník za určitých výjimečných okolností omezit i svou odpovědnost za hrubou nedbalost.

⁶⁷⁴ Dotazník LCG-EC, str. 210, 216 a 363.

⁶⁷⁵ Tamtéž, str. 210.

⁶⁷⁶ Tamtéž, str. 216.

koncepčním problémům s „úschovou“ nepřímo držených cenných papírů. V důsledku toho vymezil práva a povinnosti vznikající mezi prostředníkem a majitelem účtu přímo a, pokud možno, neutrální terminologií. Vztah mezi prostředníkem a majitelem účtu vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům je proto ve švýcarském právu nutno kvalifikovat jako zvláštní smluvní typ. Tento vztah nelze považovat za smlouvu o úschově cenných papírů ani za její variantu, neboť smluvní ohledně individuální ani sběrné úschovy se na uvedenou zvláštní úpravu nepřímé držby nepoužijí. Je-li cenný papír evidován na základě smlouvy o individuální či sběrné úschově, nemůže být předmětem nepřímé držby a naopak.⁶⁷⁷

Obecná povinnost chránit cenné papíry ve švýcarském zákoně o nepřímo držených cenných papírů výslovně uvedena není. Tato povinnost je však adaptována do prostředí nepřímo držených cenných papírů, kde se objevuje v podobě povinnosti bezodkladně získat a udržovat množství disponibilních cenných papírů, odpovídající celkovému počtu záznamů na účtu klienta.⁶⁷⁸ Švýcarský zákon o nepřímo držených cenných papírech uvádí v odstavci 1 článku 11 požadavek, že *„každý depozitář má u sebe nebo u jiného depozitáře cenné papíry (disponibilní cenné papíry), jejichž počet a povaha odpovídá minimálně počtu cenných papírů evidovaných na účtu, který spravuje pro své klienty“* a v odstavci 3, že *„jestliže je množství disponibilních cenných papírů nižší než množství cenných papírů připsaných k dobru účtu svých klientů, depozitář bezodkladně obstará chybějící cenné papíry.“*

Co se týče výkonu povinnosti plnit příkazy majitele účtu stanoví článek 20 švýcarského zákona o nepřímo držených cenných papírech, že *„depozitář je povinen vykonat příkazy majitele účtu týkající se nakládání s jeho cennými papíry v souladu se smlouvou, již jsou vázáni“*,⁶⁷⁹ přičemž *„nemá povinnost ani právo*

⁶⁷⁷ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 41 - 43.

⁶⁷⁸ Čl. 10, odst. 1 švýcarského LTI.

⁶⁷⁹ Čl. 20, odst. 1 švýcarského LTI.

*zkoumat právní důvod příkazu.*⁶⁸⁰ Prostředník je tedy na jednu stranu povinen v souladu s podmínkami uvedenými ve smlouvě zkoumat legitimaci příkazce k podání příkazu, na druhou stranu se však tato povinnost omezuje pouze na prověření identifikace příkazce, nikoli rovněž na právní důvod příkazu.⁶⁸¹

Existence nepřímo držených cenných papírů nijak neovlivňuje práva jejich majitele vůči emitentovi,⁶⁸² které se řídí emisními podmínkami, stanovami či obecnou úpravou týkající se společností. Osobou přímo oprávněnou z práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry - jako jsou například práva na výnosy z těchto cenných papírů či v případě účastnických cenných papírů hlasovací a jim obdobná práva - zůstává konečný majitel účtu, v jehož prospěch jsou cenné papíry evidovány. Prostředníková úloha se omezuje na pouhé zprostředkování výkonu těchto práv jménem a na účet konečného majitele.⁶⁸³ Ovšem, zda k takovému zprostředkování dojde, a pokud ano, v jakém rozsahu, bude záviset na smluvním ujednání mezi konečným majitelem a jeho přímým prostředníkem. Konečný majitel totiž nutně nemusí svého prostředníka pověřit k výkonu práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry vůči emitentovi a může tato práva vykonávat samostatně. I v takovém případě však bude zpravidla nutná součinnost prostředníka, jež bude muset majiteli účtu vydat potvrzení o počtu a druhu nepřímo držených cenných papírů vedených u něj na účtu,⁶⁸⁴ jímž se tento majitel bude u emitenta při výkonu svých práv prokazovat.⁶⁸⁵ Toto potvrzení ovšem nemá statut listinného cenného papíru: jeho předložení emitentovi není nutné a nemá pro emitenta liberační funkci.⁶⁸⁶

680 Čl. 20, odst. 2 švýcarského LTI.

681 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 66 - 67.

682 Čl. 13, odst. 1 švýcarského LTI.

683 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 47.

684 Tamtéž.

685 Čl. 16 švýcarského LTI.

686 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 59.

Prostředník musí nepřímo držené cenné papíry majiteli na požádání vydat, buď v podobě listinných cenných papírů,⁶⁸⁷ dovolují-li takovou formu podmínky emise či stanovy,⁶⁸⁸ či převedením na účet k jinému prostředníkovi. Za předpokladu, že to není v rozporu se stanovami emitenta, podmínkami emise či rozhodnutím emitenta, může konečný majitel účtu požadovat přeměnu nepřímo držených cenných papírů na přímo držitelné listinné či zaknihované cenné papíry a jejich případné vydání jak po prostředníkovi,⁶⁸⁹ tak po emitentovi.⁶⁹⁰ Oba mají povinnost této žádosti konečného majitele vyhovět, nicméně konečný majitel ponese náklady této přeměny; směřuje-li žádost o přeměnu vůči emitentovi, může tyto náklady na základě svých stanov, rozhodnutí či podmínek emise na sebe vzít emitent. Vzhledem k tomu, že přeměnou nepřímo držených cenných papírů na přímo držené dochází k zániku nepřímo držených cenných papírů - a simultánnímu vzniku „tradičních“ listinných či zaknihovaných cenných papírů a odpovídajících „tradičních“ věcných práv k nim - , je třeba zajistit, aby záznamy na účtu dokumentující zaniklé nepřímo držené cenné papíry dále necirkulovaly ve finančním systému; jinak by způsobovaly „inflaci“ cenných papírů a mohly narušit integritu finančního systému. Proto v případě, že přeměna nepřímo držených cenných papírů probíhá u prostředníka, musí tento prostředník zajistit, že „*k vydání listinných cenných papírů vlastníkov cenných papírů dojde až tehdy, kdy byl odpovídající počet cenných papírů odepsán z jeho účtu;*“⁶⁹¹ v případě, že přeměna je nárokována u emitenta a přeměňované nepřímo držené cenné papíry jsou vedeny na účtu u prostředníka, tento prostředník musí zajistit „*prostřednictvím vhodných procedur a účinných kontrol, že přeměna cenných papírů nezmění celkovou hodnotu emitovaných majetkových a hlasovacích práv.*“⁶⁹² Jelikož v obou případech bude přeměněné cenné papíry konečnému majiteli vydávat prostředník, musí tento prostředník, v případě, že jde o listinné

⁶⁸⁷ Čl. 10, odst. 1 švýcarského LTI.

⁶⁸⁸ Čl. 9, odst. 1 a 2 švýcarského LTI.

⁶⁸⁹ Čl. 10, odst. 2 švýcarského LTI.

⁶⁹⁰ Čl. 9, odst. 2 švýcarského LTI.

⁶⁹¹ Čl. 10, odst. 3 švýcarského LTI.

cenné papíry, zabezpečit „vydání listinných cenných papírů [v kvalitě] odpovídajícím zvyklostem trhu, na kterém jsou obchodovány,“⁶⁹³ tj. v takové kvalitě, aby se přeměnou na listinný cenný papír nezhoršily možnosti konečného vlastníka disponovat s takto přeměněným listinným cenným papírem na trzích, kde je obchodování s listinnými cennými papíry běžné.⁶⁹⁴

Prostředník odpovídá za škodu způsobenou majiteli účtu plynoucí z úschovy či převodu nepřímo držených cenných papírů podle ustanovení zákoníku o obligacích a podle zvláštní úpravy uvedené v ustanovení článku 33 švýcarského zákona o nepřímo držených cenných papírech.⁶⁹⁵ Prostředník, který má nepřímo držené cenné papíry uložené u jiného prostředníka odpovídá za to, s jakou péčí vybral, instruoval a kontroloval, jak jsou kritéria jeho výběru dlouhodobě dodržována.⁶⁹⁶ Vedle této odpovědnosti omezené na řádný výběr sub-prostředníka stíhá prostředníka ještě odpovědnost striktnější, a to odpovědnost za úkony osob, jež trvale a nezávisle zajišťují celkovou správu nepřímo držených cenných papírů klientů a osob, jež tvoří s prostředníkem ekonomickou jednotku: za úkony těchto osob prostředník ručí v plném rozsahu, tj. jako kdyby tyto úkony činil sám.⁶⁹⁷

Výše uvedená ustanovení ohledně věcného a osobního rozsahu odpovědnosti prostředníka jsou kogentního charakteru;⁶⁹⁸ ujednání, která stanoví jinak, platí jen mezi depozitáři.⁶⁹⁹ Jedinou výjimkou, kdy se prostředník může zprostit své odpovědnosti, je situace, kdy majitel účtu výslovně určil jiného prostředníka ke

⁶⁹² Čl. 9, odst. 3 švýcarského LTI.

⁶⁹³ Čl. 9, odst. 3 švýcarského LTI.

⁶⁹⁴ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 51.

⁶⁹⁵ Čl. 33, odst. 1 švýcarského LTI.

⁶⁹⁶ Čl. 33, odst. 2 švýcarského LTI.

⁶⁹⁷ Čl. 33, odst. 3 švýcarského LTI; Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 85.

⁶⁹⁸ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 85.

⁶⁹⁹ Čl. 33, odst. 4 švýcarského LTI.

správě jeho nepřímo držených cenných papírů i přes upozornění prostředníka původního.⁷⁰⁰

Kapitola 4 – Cenné oprávnění (závazkově právní aspekty)

Právo Spojených států amerických

Americké právo, přestože stejně jako anglické právo zná institut trustu a hojně ho využívá, neaplikuje tento institut na vztah mezi majitelem účtu cenných papírů a prostředníkem. Rovněž tento vztah nekvalifikuje jako smlouvu o úschově z důvodu nevhodnosti použití tohoto institutu na evidenci předměty nehmotného charakteru.⁷⁰¹ Podle § 8-102 (17) amerického jednotného obchodního zákoníku se „*cenným oprávněním se rozumí právo a majetkové oprávnění majitele k finančnímu aktivu uvedenému v Části 5.*“ Doktrinálně je cenné oprávnění charakterizováno jako „*soubor práv a oprávnění, které má osoba vůči svému prostředníkovi a jeho majetku.*“ Toto oprávnění ovšem není „*nárokem na určitou individualizovatelnou věc,*“⁷⁰² neboť mezi cenným oprávněním investora a finančním aktivem stojí vždy osoba prostředníka.⁷⁰³ Cenné oprávnění se konstituuje na základě smlouvy mezi investorem a prostředníkem, jímž se prostředník zaváže zacházet s osobou, pro kterou spravuje účet cenných papírů, jako s osobou oprávněnou vykonávat práva spojená s finančním aktivem. Vzniká okamžikem, kdy prostředník učiní na účtu cenných papírů záznam, že finanční aktivum bylo připsáno k dobru této osoby či když prostředník obdrží od této osoby finanční aktivum či získá finanční aktivum pro tuto osobu. V obou případech musí prostředník souhlasit s připsáním tohoto aktiva na účet cenných papírů této osoby, ledaže povinnost připsat finanční aktivum na účet cenných papírů této osoby pro něj vyplývá *ex lege* z jiných právních předpisů. Nastane-li

⁷⁰⁰ Čl. 33, odst. 3 švýcarského LTI.

⁷⁰¹ Hakes, R. A.: UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day, Loyola of Los Angeles Law Review, Vol 35: 661, str. 687.

⁷⁰² Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1456.

⁷⁰³ Z tohoto důvodu je rovněž termín „security entitlement“ překládán v této práci do češtiny jako „cenné oprávnění“ a nikoli jako „nárok na cenné papíry“, jak tak činí Elek (srovnej

některá z uvedených skutečností, vznikne majiteli účtu vůči prostředníkovi cenné oprávnění, i když prostředník sám finanční aktivum nedrží.⁷⁰⁴

Cenné oprávnění je tvořeno jednak závazkově právním a jednak věcně právním⁷⁰⁵ vztahem mezi prostředníkem a majitelem účtu.⁷⁰⁶ Závazkověprávní aspekt cenného oprávnění je adaptací tradičního uschovatelského vztahu na fenomén nepřímo držených cenných papírů,⁷⁰⁷ jež se v určitých ohledech podobá modelu založeném na trustu podle anglického práva.⁷⁰⁸ Co je obsahem souboru práv a majetkových oprávnění, jež představují cenná oprávnění, je uvedeno v článcích 8-504 až 8-508 jednotného amerického obchodního zákoníku. Ustanovení těchto článků je nutno považovat za definiční, a tudíž vztah, jehož obsahem nejsou práva a oprávnění uvedená v těchto článcích, nelze klasifikovat jako cenné oprávnění.⁷⁰⁹ K závazkovým aspektům cenného oprávnění nahlíženým prizmatem kontinentálního pojetí lze počítat zejména povinnost prostředníka bezodkladně získat a udržovat množství finančních aktiv odpovídající celkovému počtu práv k finančním aktivům, které vytvořil ve prospěch majitelů příslušného cenného oprávnění;⁷¹⁰ právo majitele účtu dávat svému přímému prostředníkovi příkazy ohledně nakládání s finančními aktivy, jež tvoří předmět cenného oprávnění, a odpovídající povinnost prostředníka těmto příkazům po verifikaci jejich pravosti vyhovět;⁷¹¹ právo majitele účtu obdržet dividendy, další platby a jiné majetkové výnosy z finančního aktiva a odpovídající povinnost prostředníka tyto výnosy u emitenta vybrat a převést je ve prospěch

Elek, Š.: op. cit. pozn. č. 35, str. 774 - 782.

704 § 8-501 (b) a (c) UCC.

705 Věcněprávní aspekt cenného oprávnění je analyzován níže v této části, v díle třetím, oddílu 2, kapitole 4.

706 Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 5.

707 Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1519.

708 Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo držným cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 20.

709 Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1494.

710 § 8-504 UCC.

711 § 8-507 UCC.

majitele účtu;⁷¹² dále právo konečného majitele na uplatnění hlasovacích a jiných práv a odpovídající povinnost prostředníka tato práva uplatnit;⁷¹³ a konečně právo majitele účtu na převedení finančního aktiva do jiné podoby či na účet k jinému prostředníkovi.⁷¹⁴

Jednotný americký obchodní zákoník neobsahuje obecnou povinnost chránit cenné papíry, neboť v kontextu nepřímo držených cenných papírů bez hmotné existence, není v tradičním slova smyslu co chránit či opatrovat. Tato povinnost je nahrazena povinností prostředníka bezodkladně získat a udržovat množství finančních aktiv odpovídající celkovému počtu práv, které vytvořil ve prospěch majitelů cenných oprávnění.⁷¹⁵ Splněním této povinnosti je zajištěna ekonomická integrita cenného oprávnění, tedy, že záznamu na účtu majitele účtu odpovídá skutečná majetková hodnota v majetku prostředníka bez ohledu na to, zda tento prostředník oddělil majetek svých klientů od svého či nikoli. Výkon povinnosti prostředníka udržovat odpovídající množství finančních aktiv ve svém majetku se uskutečňuje v souladu se smlouvou mezi prostředníkem cenných papírů a majitelem určující způsob výkonu povinnosti řádné péče v souladu s přiměřenými obchodními standardy.⁷¹⁶

Z povahy nepřímo drženého cenného papíru jako nehmotného finančního aktiva vedeného v podobě elektronického záznamu vyplývá, že majitel cenného oprávnění nemůže s finančním aktivem disponovat přímo, nýbrž pouze prostřednictvím příkazu daného přímému prostředníkovi. Příkazem (doslova „*opravňujícím příkazem*“) se rozumí oznámení sdělené prostředníkovi cenných papírů směřující k převodu nebo k přeměně finančního aktiva, ke kterému má majitel cenné oprávnění.⁷¹⁷ Tomu odpovídá povinnost prostředníka příkazy majitele splnit. Prostředník cenných papírů jedná v souladu s příkazem, pokud je

⁷¹² § 8-505 UCC.

⁷¹³ § 8-506 UCC.

⁷¹⁴ § 8-508 UCC.

⁷¹⁵ § 8-504 (a) UCC.

⁷¹⁶ § 8-504 (c) UCC.

vydán příslušnou osobou za předpokladu, že prostředník cenných papírů měl přiměřenou možnost se ujistit, že (1) příkaz je pravý a učiněný příslušnou osobou a (2) prostředník cenných papírů měl přiměřenou možnost jednat v souladu s příkazem (v souladu se smlouvou mezi prostředníkem cenných papírů a majitelem určující způsob výkonu povinnosti řádné péče v souladu s přiměřenými obchodními standardy).⁷¹⁸

Práva spojená s finančním aktivem, k nimž se cenné oprávnění vztahuje, nemůže majitel tohoto oprávnění vykonávat vůči emitentovi přímo. K výkonu těchto práv ve prospěch majitele cenného oprávnění je povinován prostředník, který vykonává tato práva buď přímo vůči emitentovi či vůči prostředníkovi na vyšší úrovni vlastnického řetězce. Posléze jmenovaného pak stíhá identická povinnost vůči emitentovi či dalšímu prostředníkovi. Obdobně jako je tomu v anglickém právu, stanoví článek § 8-505(a) jednotného amerického obchodního zákoníku, že prostředník cenných papírů činí úkony k získání plateb nebo plnění učiněných emitentem finančního aktiva.⁷¹⁹ Tato povinnost prostředníka se sestává ze dvou elementů: za prvé, prostředník cenných papírů má za povinnost činit úkony k vybrání plateb nebo plnění u emitenta daného finančního aktiva;⁷²⁰ za druhé, prostředník je povinen předat platby či plnění učiněných emitentem finančního aktiva, jestliže tuto platbu či plnění od emitenta přijal.⁷²¹ Jakmile prostředník tato plnění od emitenta převezme, je jeho povinností převést peněžní prostředky, jež jsou předmětem tohoto plnění, na majitele cenných oprávnění. Tato povinnost je téměř absolutní,⁷²² neboť na rozdíl od ostatních povinností, je jedinou povinností, jejíž způsob výkonu nemůže být modifikován dohodou mezi majitelem a prostředníkem.⁷²³ Druhým základním právem, jímž disponuje majitel cenného

⁷¹⁷ § 8-102 (8) UCC.

⁷¹⁸ § 8-507 (a) UCC.

⁷¹⁹ § 8-505 (a) UCC.

⁷²⁰ § 8-505(a) UCC.

⁷²¹ § 8-505(b) UCC.

⁷²² Jedinou výjimkou je započtení proti závazkům vůči prostředníkovi či proti nárokům třetích stran.

⁷²³ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 6.

oprávnění vůči prostředníkovi, je právo na umožnění či uplatnění práv společníka u emitenta. Prostředník cenných papírů má povinnost vykonávat práva k finančnímu aktivu, pokud v tomto smyslu dostal pokyn od konečného majitele, opět v souladu se smlouvou mezi prostředníkem a majitelem účtu určující způsob výkonu povinnosti řádné péče v souladu s přiměřenými obchodními standardy.⁷²⁴ Příkladem takovýchto práv jsou hlasovací práva, práva na výměnu akcií, právo na uplatnění práv vůči vedení společnosti, jako je například právo na vznesení žaloby proti představenstvu atd.⁷²⁵ Je-li v systémech přímého vlastnictví majiteli nepřímo účtu přiznáno právo rozhodnout o tom, zda práva spojená s nepřímo drženými cennými papíry bude vykonávat přímo či zda k výkonu těchto práv zmocní prostředníka, v systémech vícevrstevného vlastnictví - pokud jde o výkon hlasovacích práv spojených s účastnickými cennými papíry - náleží výběr způsobu výkonu tohoto práva prostředníkovi. Toto právo totiž formálně náleží jemu, nikoli konečnému majiteli. Podle jednotného amerického obchodního zákoníku prostředník buď zajistí výkon hlasovacích práv sám podle pokynů konečného majitele účtu či tohoto majitel zmocní, aby vykonával hlasovací a jiná práva u emitenta jeho jménem.⁷²⁶

Poslední z hlavních povinností prostředníka vyplývající pro něj ze závazkově právních aspektů cenného oprávnění, je jeho povinnost - na pokyn majitele účtu - přeměnit cenné oprávnění do jiné možné podoby či převést finanční aktivum, jež je předmětem cenného oprávnění, na účet cenných papírů u jiného prostředníka cenných papírů, a to opět v souladu se smlouvou mezi prostředníkem a majitelem účtu určující způsob výkonu povinnosti řádné péče v souladu s přiměřenými obchodními standardy.⁷²⁷

Za řádný výkon výše uvedených povinností nese prostředník odpovědnost. Povinnost řádného výkonu prostředník splní, pokud jedná v souladu (i) se

⁷²⁴ § 8-506 UCC.

⁷²⁵ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 6 - 7

⁷²⁶ § 8-506 (2) UCC.

⁷²⁷ § 8-508 UCC.

zákonem, právním předpisem nebo jiným ustanovením, jež určuje způsob, jakým mají být povinnosti uvedené v §§ 8-504 až 8-508 vykonány,⁷²⁸ či (ii) se smlouvou specifikující způsob výkonu uvedených povinností, či v případě absence takového smluvního ujednání (iii) v souladu s „*přiměřenými obchodními standardy*.” V případě porušení svých povinností musí prostředník konečnému majiteli nahradit škodu *in integrum* či mu poskytnout odpovídající finanční kompenzaci. Například, pokud prostředník převede finanční aktivum podle neúčinného příkazu, a provede tak neoprávněný převod, má za povinnost obnovit cenné oprávnění ve prospěch oprávněné osoby a vyplatit či přičíst k dobru jakékoli platby či výnosy, které dotčená osoba neobdržela v důsledku tohoto neoprávněného převodu. Pokud prostředník neobnoví cenné oprávnění, je povinen majiteli cenného oprávnění nahradit vzniklou škodu.⁷²⁹ Odpovědnost prostředníka se vztahuje nejen na výkon jeho povinností, nýbrž i na řádný výběr osoby, jíž výkon svých povinností eventuálně subkontrahoval: „*při zjišťování, zda prostředník provedl výběr sub-prostředníka s řádnou pečlivostí (...), se přihlíží ke zvyklostem a obchodní praxi a k tomu, zda prostředník měl úzkou či širokou možnost výběru při selekci svého subprostředníka (...).*”⁷³⁰

Vlastní obsah povinností prostředníků uvedených v § 8-504 až 8-508 nemůže být měněn.⁷³¹ Nicméně s výjimkou povinnosti převést ve prospěch majitele účtu získané výnosy od emitenta každé z těchto ustanovení umožňuje majiteli účtu a prostředníkovi určit smlouvou způsob výkonu těchto povinností, tj. modifikovat účinek těchto ustanovení; pokud takové dohody není, prostředník splní tyto povinnosti jejich výkonem „*v souladu s přiměřenými obchodními standardy*.” Pokud jde o možný rozsah smluvního omezení prostředníkových povinností podle obecného pravidla uvedeného v § 8-102(3), je možno dohodou změnit účinky jednotlivých ustanovení jednotného obchodního zákoníku s výjimkou ustanovení, která stanoví jinak a s výjimkou toho, že není možno vyloučit dohodou povinnost

⁷²⁸ § 8-509 (a) UCC.

⁷²⁹ § 8-507 (b) UCC.

⁷³⁰ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 10.

jednat v dobré víře, obezřetně, přiměřeně a s řádnou péčí; strany ovšem mohou smlouvou určit standardy, podle kterých lze hodnotit plnění těchto povinností za předpokladu, že takové standardy nejsou zjevně nepřiměřené.⁷³²

Kapitola 5 – Trust

Anglické common law

Tradiční pojetí smlouvy o úschově⁷³³ předpokládá předání věci do držby schovatele a jeho přímou fyzickou kontrolu této věci.⁷³⁴ Tyto předpoklady však není možno ve vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem naplnit vzhledem k tomu, že nepřímo držené cenné papíry jsou podle anglického common law věcmi nehmotného charakteru. V důsledku toho nemohou být pod fyzickou kontrolou schovatele (prostředníka) a ani předmětem držby.⁷³⁵ Alternativní režimem anglického práva k úschově, jež by umožňoval i „úschovu“ nehmotných věcí, je flexibilní institut trustu. Trust mezi majitelem účtu cenných papírů jako beneficentem a přímým prostředníkem jako správcem cenných papírů majitele účtu uvaluje na prostředníka řadu povinností vztahujících se k nepřímo drženým cenným papírům, jež prostředník pro majitele účtu eviduje. Tyto povinnosti vyplývají ze zákona o správcích z roku 2000⁷³⁶ a ze soudní judikatury týkající se trustů. Trust ovšem nezastřešuje pouze vztah mezi majitelem cenných papírů vedených na účtu a jeho přímým prostředníkem, nýbrž i vztah mezi přímým prostředníkem a prostředníkem na vyšší úrovni až po prostředníka, který je zapsán jako právní vlastník na účtu u anglického centrálního depozitáře.

Anglické právo definuje trust jako právní vztah týkající se určitého majetku (trust assets) mezi (i) jednou nebo více osobami, z nichž se každá nazývá

⁷³¹ Tamtéž.

⁷³² § 8-102 (3) UCC.

⁷³³ V ang.: „*contract of bailment*.“

⁷³⁴ Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 25 a 26.

⁷³⁵ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 36 a 37.

⁷³⁶ V ang.: „*Trustee Act 2000*.“

„správce“ (trustee) na straně jedné a (ii) jednou nebo více osobami, z nichž se každá nazývá „beneficientem“ na straně druhé, přičemž trustee drží a spravuje majetek v trustu ve prospěch beneficentů.⁷³⁷ Základem trustu je projev vůle, který je v případě trustu vztahujícího se na nepřímo držené cenné papíry představovaný smlouvou o vedení účtu mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem: v rámci takového trustu bude prvně jmenovaný v pozici beneficenta a posléze uvedený v pozici správce.⁷³⁸ Aby mohl trust platně vzniknout a existovat, je třeba, aby bylo možno určit, kdo je trustee a kdo beneficent, jaký byl jejich úmysl při vytvoření trustu a co tvoří majetek v trustu.⁷³⁹ Zatímco první dvě podmínky týkající se stran trustu a jejich úmyslu budou zpravidla snadno určitelné, splnění třetí podmínky – tj. určitelnosti majetku v trustu – může představovat problém. Tento problém bude zřejmý zejména v případě „omnibus“ účtů, kde z důvodu zastupitelnosti dochází ke smísení cenných papírů náležejících klientům a prostředníkovi v případě, že prostředník neoddělil cenné papíry držené pro své klienty a cenné papíry ve vlastním majetku. Uvedený problém byl však v případě nepřímo držených cenných papírů do jisté míry rozptýlen odvolacím soudem (Court of Appeal) ve věci *Hunter v. Moss*,⁷⁴⁰ který v tomto případě rozhodl, že podmínka určitelnosti majetku v trustu - ve smyslu identifikace každé jednotlivé akcie - se v případě zastupitelných akcií nehmotného charakteru nevyžaduje, neboť takové akcie nejsou ze své podstaty individualizovatelné.⁷⁴¹ Tento závěr byl později potvrzen v rozhodnutí ve věci *Re Harvard Securities*⁷⁴² a v hong-kongské věci *Re CA Pacific Finance Ltd.*⁷⁴³

⁷³⁷ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 40; Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 26.

⁷³⁸ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 49.

⁷³⁹ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 40.

⁷⁴⁰ [1993] 1 WLR 934; [1994] 3 All ER 215, CA.

⁷⁴¹ Právní komise (Velká Británie), Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jeho Veličenstva, („*The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Further Updated Advice to HM Treasury*“), květen 2008, str. 30.

⁷⁴² [1997] 2 BCLC 369.

Povinnost správce trustu vykonávat přiměřenou péčí⁷⁴⁴ o předmět trustu vyplývá z obecných zásad institutu trustu.⁷⁴⁵ Jelikož prostředník je vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům v trustu považován za správce trustu, bude i on mít povinnost přiměřeně pečovat o nepřímo držené cenné papíry konečného majitele, jež tvoří předmět trustu⁷⁴⁶ a nevystavovat je zbytečným rizikům.⁷⁴⁷ Povinnost přiměřené péče o nepřímo držené cenné papíry bude spočívat především v povinnosti prostředníka činit záznamy na účtu, jež vede u sebe pro svého přímého majitele⁷⁴⁸ a povinnosti zajistit, že celkový počet záznamů na účtech všech přímých majitelů odpovídá souhrnu cenných papírů, jež prostředník pro tyto majitele drží u svého prostředníka.⁷⁴⁹ Tyto povinnosti budou doplněny povinností oddělit nepřímo držené cenné papíry klientů od nepřímo držených cenných papírů ve svém vlastním majetku,⁷⁵⁰ neboť díky tomuto oddělení budou požívat ochrany i při insolvenci prostředníka.

Mají-li některé kontinentální právní řády problémy integrovat do smlouvy o úschově nepřímo držených cenných papírů povinnost prostředníka vykonávat vzhledem k těmto cenným papírům určité úkony jménem či na účet konečného majitele účtu, anglosaské common law má v rámci téhož vztahu problém opačný: institut trustu, v rámci něhož se tento vztah odehrává, totiž neumožňuje majiteli účtu dávat prostředníkovi příkazy ohledně způsobu spravování nepřímo držených cenných papírů, jež jsou předmětem trustu, není-li to výslovně uvedeno v úkonu zřizujícím trust, tj. ve smlouvě o vedení účtu.⁷⁵¹ Pokud jde o nedispoziční úkony,

⁷⁴³ [2000] 1 BCLC 494.

⁷⁴⁴ V ang. „*duty of reasonable care*.”

⁷⁴⁵ Bristol and West Building Society v Mothew [1998] Ch 1, str. 18.

⁷⁴⁶ Dotazník LCG-EC, str. 352.

⁷⁴⁷ Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 18.

⁷⁴⁸ Čl. 2, písm. c), bod (ii) anglických zásad FMLC.

⁷⁴⁹ Čl. 2, písm. c), bod (iii) anglických zásad FMLC.

⁷⁵⁰ Pravidla CASS 2.2.5.

⁷⁵¹ Pihera, Vl.: Trust. Vybrané aspekty, Obchodní rádce, č. 7/2009, str. 198.

může majitel účtu instruovat prostředníka pouze prostřednictvím soudu.⁷⁵² Naopak, pokud se jedná o dispoziční úkony týkající se nepřímo držených cenných papírů, má správce trustu, tj. prostředník, povinnost „*jednat výlučně podle instrukcí zákazníka nebo osoby jednající na základě řádného zmocnění zákazníka, pokud jde o práva k cenným papírům a/nebo cenné papíry držené přes prostředníky. Prostředník jednající v souladu s dobrými mravy může spoléhat na takové příkazy bez ohledu na jakákoli oznámení, které by mohl mít od třetích stran.*“⁷⁵³

V anglickém common law není konečný majitel, beneficiary trustu, oprávněn vykonávat práva spojená s cennými papíry vůči emitentovi přímo, ledaže podmínky emise cenných papírů nebo prohlášení emitenta nebo smlouva nebo pravidla vyplývající z obecných pravidel *common law* týkajících se osob jednajících v dobré víře stanoví jinak.⁷⁵⁴ K výkonu těchto práv je podle anglického trustového práva povinen prostředník, a to jednak v souladu se smlouvou o vedení účtu a jednak s obecnými principy trustu. Prostředník tak bude povinen vybrat u emitenta výnosy z nepřímo držených cenných papírů (a převést je na konečného majitele účtu) a uplatnit u emitenta hlasovací práva vážící se k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele, včetně eventuálního vymáhání těchto práv prostřednictvím soudní moci.⁷⁵⁵ Prostředník musí rovněž předat majiteli veškerá plnění obdržená od emitenta.⁷⁵⁶ Jak bylo uvedeno výše, konečný majitel účtu však nemá právo určovat prostředníkovi, jak má spravovat jeho nepřímo držené cenné papíry; to může učinit pouze prostřednictvím

752 Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 49.

753 Čl. 2, písm. e) anglických zásad FMLC; Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 22.

754 Čl. 2, písm. (d) anglických zásad FMLC.

755 Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 49.

756 Čl. 2, písm. (c), bod (i) anglických zásad FMLC.

soudu.⁷⁵⁷ Z výše uvedeného je zřejmé, že práva majitele účtu závisí na povinnostech vyplývajících pro prostředníka jako správce majitelových nepřímo držených cenných papírů z trustu a eventuelně na jejich specifikaci ve smlouvě o vedení účtu, v důsledku čehož práva takového majitele nutně nemusí odpovídat právům majitele, jenž drží cenné papíry přímo od emitenta.⁷⁵⁸

Povinnost přeměnit cenný papír do jiné podoby a převést nebo ho vydat jako předmět trustu na pokyn majitele vyplývá z povinnosti správce trustu vykonávat dispoziční příkazy majitele.

V anglickém *common law* se rozsah a intenzita odpovědnosti prostředníka budou odvíjet od toho, jaký typ povinnosti bude prostředníka stíhat: půjde-li o povinnosti vyplývající z *common law* - například povinnost převést na konečného majitele výnosy získané z nepřímo držených cenných papírů, či povinnost zaznamenávat jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům na účtech či držet na svém účtě ve prospěch svých přímých majitelů dostatečné množství cenných papírů - či o fiduciární povinnosti - jako například povinnost zabránit konfliktů svých zájmů a zájmů klienta, stavět zájmy klienta nad své vlastní, neobohacovat se na úkor klienta, povinnost loajality, povinnost mlčenlivosti atd.⁷⁵⁹ - , bude mít prostředník možnost smluvně vymezit způsob, jakým tyto povinnosti bude plnit či se z těchto povinností zcela vyvázat; to vše však za předpokladu, že tím nezpůsobí škodu třetím stranám. Naproti tomu, bude-li prostředníková povinnost vyplývat z regulatorního rámce daného především pravidly CASS, bude jeho odpovědnost za výkon těchto povinností smluvně nevyloučitelná.⁷⁶⁰ Odpovědnost prostředníka za porušení jakýchkoli povinností, ať už smluvních či zákonných, bude ovšem vždy striktní. V případě nedostatku cenných papírů na účtu solventního prostředníka bude obvyklým způsobem náhrady připsání odpovídajících zastupitelných

⁷⁵⁷ Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 49.

⁷⁵⁸ Tamtéž, str. 49.

⁷⁵⁹ Benjamin, J.: op. cit. pozn. č. 8, str. 42 - 43.

⁷⁶⁰ Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 21 - 22.

cenných papírů na účet konečného majitele či eventuelně peněžitá náhrada škody.⁷⁶¹ U ostatních typů porušení bude primární náhradou peněžní kompenzace. Z hlediska osobního rozsahu odpovědnosti prostředníka nebude prostředník odpovídat za jednání sub-prostředníků, jež jsou na něm zcela nezávislí za předpokladu, že tyto prostředníky vybral s řádnou péčí; bude-li však takový sub-prostředník osobou, nad jejímž jednáním má prostředník vliv či ji kontroluje, bude za její jednání odpovídat plně.⁷⁶² Krom toho, prostředníci CRESTu jsou vůči CRESTu odpovědni za jakoukoli škodu utrpěnou CRESTem v důsledku úkonů či opomenutí jeho členů.⁷⁶³ Pro úplnost, v anglickém trestním právu neexistují zvláštní skutkové podstaty týkající se porušení povinností prostředníky, nicméně neoprávněné použití nepřímo držených cenných papírů klienta by bylo možno kvalifikovat jako naplnění skutkové podstaty různých obecných trestných činů jako krádež, zpronevěra či falšování účetních knih.⁷⁶⁴

Majitel účtu a jeho přímý prostředník mohou v rámci svého vztahu smluvně upravit či vyloučit určité povinnosti, jež na ně jsou uvaleny obecným *common law*, s výjimkou regulatorních povinností a do určité míry i povinností zasahující právní postavení třetích stran.⁷⁶⁵ Pokud takové omezení či vyloučení odpovědnosti bude prostředník uplatňovat vůči konečnému majiteli v postavení spotřebitele či na základě svých všeobecných podmínek, bude takové omezení či vyloučení účinné, pouze pokud bude splňovat požadavek přiměřenosti. Prostředník je oprávněn vyloučit svou odpovědnost za škodu způsobenou nedbalostí z jeho strany či ze strany svého subkontrahenta; smluvní ustanovení v tomto smyslu budou platná a účinná.⁷⁶⁶ Taková smluvní omezení odpovědnosti mohou hrát roli například v případě uplatňování hlasovacích práv či

⁷⁶¹ Dotazník LCG-EC, str. 346 - 347.

⁷⁶² Tamtéž, str. 218 - 219.

⁷⁶³ Tamtéž, str. 144 - 145.

⁷⁶⁴ Dotazník LCG-EC, str. 621.

⁷⁶⁵ Čl. 1, písm. c) anglických zásad FMLC; Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo držným cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 19.

⁷⁶⁶ Dotazník LCG-EC, str. 218.

akcionářských žalob, kdy prostředník zmocní k výkonu těchto práv konečného majitele, který je bude uplatňovat u emitenta vlastními silami, ovšem jménem či na účet prostředníka.⁷⁶⁷ Prostředníci však nemohou smluvně vyloučit odpovědnost za hrubou nedbalost či úmyslné protiprávní jednání z jejich strany.⁷⁶⁸ Rovněž CREST ve svých všeobecných podmínkách vylučuje odpovědnost za jednání třetích stran, na nichž je závislý při výkonu svých povinností. Na druhou stranu při výkonu svých povinností CREST odpovídá svým členům jak za nedbalost, tak za úmyslné protiprávní jednání.⁷⁶⁹

Oddíl 3 – Právní kvalifikace vztahu mezi konečným majitelem a přímým prostředníkem v českém právu

Smluvní vztah mezi majitelem účtu a prostředníkem definovaným Úmluvou UNIDROIT v sobě v pojetí českého práva mísí dva smluvní typy: smlouvu o úschově cenných papírů a smlouvu o správě cenných papírů. Nicméně, aby bylo možno pokrýt veškeré povinnosti prostředníka v rámci vztahu s majitelem, jak je předvídá Úmluva UNIDROIT, nelze se omezit na obsah zákonné úpravy těchto smluvních typů, a je třeba vzít v úvahu i řadu povinností veřejnoprávního charakteru týkající se prostředníka.⁷⁷⁰ Jak smlouva o úschově cenných papírů, tak smlouva o správě cenných papírů byly vytvořeny primárně pro úschovu listinných cenných papírů. Přesto, že zákonodárce předvídá přiměřené použití ustanovení těchto smluv na zaknihované cenné papíry, povinnosti uvedené v těchto ustanoveních nejsou odlišné povaze těchto cenných papírů nijak přizpůsobeny.

Smlouva o úschově cenných papírů je vymezena jako závazek schovatele převzít listinný cenný papír k úplatnému uložení do samostatné nebo hromadné úschovy, za což se uschovatel zavazuje poskytnout úplatu. Smlouva musí

⁷⁶⁷ Tamtéž, str. 398 - 399.

⁷⁶⁸ Tamtéž, str. 364.

⁷⁶⁹ Dotazník LCG-EC, str. 217 - 218.

⁷⁷⁰ Tyto povinnosti lze najít zejména ve v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, ve vyhlášce č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, ve znění pozdějších předpisů či

obsahovat určení osob, které jsou oprávněny s listinným cenným papírem ukládaným do úschovy nakládat. Samostatnou úschovou se obdobně jako v německém a rakouském právu rozumí úschova cenných papírů majitele účtu odděleně od cenných papírů jiných majitelů účtu; tj. v optice zaknihovaných cenných papírů úschova na účtu vlastníka. Naproti tomu hromadnou úschovou se rozumí společné uložení zastupitelného listinného cenného papíru uschovatele se zastupitelnými listinnými cennými papíry jiných uschovatelů, takže tento uschovatel nemá právo na vrácení téhož listinného cenného papíru, který svěřil úschovy; tj. v prostředí zaknihovaných cenných papírů vedení zaknihovaných cenných papírů v prvním stupni na účtu vlastníka a v druhém stupni na účtu zákazníka. Podpůrně lze na vztah vyplývající z úschovy zaknihovaných cenných papírů použít obecná ustanovení obchodního zákoníku o obchodních závazkových vztazích. Smlouvou o správě cenných papírů se správce zavazuje, že bude činit po dobu trvání smlouvy za úplaty veškeré právní úkony, které jsou nutné k výkonu a zachování práv spojených s určitým cenným papírem. Subsidiárně se na právní vztah vyplývající ze smlouvy o správě cenných papírů použijí ustanovení obchodního zákoníku o mandátní smlouvě.

Povinnost zachovat integritu cenných papírů je v rámci smlouvy o úschově vyjádřena jednak povinností schovatele vést evidenci o cenném papíru uloženém do úschovy, přičemž zákon stanoví náležitosti této evidence vzhledem k samostatné a hromadné úschově, a jednak povinností chránit cenný papír před ztrátou, zničením, poškozením nebo znehodnocením. Vzhledem k zaknihovaným cenným papírům bude prvně uvedená povinnost sice aplikovatelná, nicméně pouze subsidiárně k regulatorní povinnosti prostředníka vyplývající ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu ohledně vedení evidencí zaknihovaných cenných papírů⁷⁷¹ a vedení evidence majetku zákazníků.⁷⁷² Naproti tomu posléze uvedená povinnost fyzické ochrany cenných papírů bude na zaknihovaný cenný papír z důvodu jeho nehmotného charakteru použitelná jen teoreticky: této povinnosti

v pravidlech centrálního depozitáře či v pravidlech SKD.

771 § 94 ZPKT an.

bude předcházet splnění regulatorní povinnosti zajistit ochranu vlastnického práva klientů, jejíž přiměřenost je jednou ročně kontrolována auditorem;⁷⁷³ u vedení samostatné evidence bude podobnou roli plnit povinnost zabezpečit organizační a technické vedení evidence.⁷⁷⁴ Tyto povinnosti jsou dále doplněny povinností prostředníka evidovat zaknihované cenné papíry na účtu zákazníků odděleně od svého majetku.⁷⁷⁵

S výjimkou příkazu k vydání zaknihovaných cenných papírů z úschovy a jejich převedení k jinému prostředníkovi či přeměnu na listinné cenné papíry a jejich vydání, je právním základem povinnosti prostředníka vykonávat příkazy majitele účtu smlouva o správě cenných papírů. Prostředník je na jednu stranu povinen pokyny majitele účtu plnit, na druhou stranu je ovšem povinen vlastníka cenných papírů na nesprávné pokyny upozornit. Jedná-li se o příkazy týkající se evidence centrálního depozitáře či evidence navazující, musí prostředník rovněž ověřit oprávněnost dané osoby k podání příkazů. Forma příkazů, ač v zásadě písemná, bude obvykle determinována formou příkazů, jež je možno dávat centrálnímu depozitáři, a tudíž bude vycházet z provozního řádu centrálního depozitáře⁷⁷⁶ a z formulářové smlouvy o účastnictví v centrálním depozitáři. Jedná-li se o dispoziční příkaz ohledně zaknihovaného cenného papíru, je jeho vlastník povinen po vyzvání správcem včas učinit opatření, aby byl správce oprávněn v potřebném rozsahu dávat příkazy k nakládání se zaknihovaným cenným papírem. Bude-li prostředník obchodníkem s cennými papíry, budou jeho obecnou povinností plnit pokyny majitele účtu dále specifikovat regulatorní povinnosti ohledně provádění a zpracování klientských pokynů.⁷⁷⁷

772 § 12 an. ZPKT.

773 § 12e, odst. 1 a 3 ZPKT.

774 § 3 vyhlášky č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, ve znění pozdějších předpisů

775 § 110, odst. 3 ZPKT.

776 Čl. 4, odst 5 provozního řádu centrálního depozitáře.

777 § 15l an. ZPKT.

Způsob využití práv spojených s cennými papíry vychází v českém právním řádu z principu, jež je vlastním právním řádům systému přímého vlastnictví: vykonávat práva spojená se zaknihovanými cennými papíry je oprávněním jejich vlastníka. Ten však může k tomuto výkonu pověřit prostředníka. Rozhodne-li se vlastník pro první možnost, je prostředník povinen vydat majiteli na požádání výpis z příslušné evidence prokazující jeho právo k takto evidovaným cenným papírům;⁷⁷⁸ rozhodne-li se pro možnost druhou, musí majitel účtu prostředníka příslušně zmocnit. Dá-li vlastník cenného papíru správci pokyny, jak má být využito hlasovacího práva, je správce povinen hlasovat za vlastníka cenného papíru takto stanoveným způsobem.⁷⁷⁹

Na základě smlouvy o úschově je schovatel oprávněn kdykoli požadovat, aby mu byl listinný cenný papír odevzdán. Ve vztahu k zaknihovaným cenným papírům bude tato povinnost znamenat buď jejich převedení na účet k jinému prostředníkovi či vynětí z evidence centrálního depozitáře či samostatné evidence.⁷⁸⁰ K tomuto vynětí může ovšem dojít za určitých podmínek i z popudu centrálního depozitáře.⁷⁸¹

Vzhledem k tomu, že smlouva o úschově i smlouva o správě cenných papírů jsou smlouvy úplatné, bude prostředníka vůči konečnému majiteli stíhat smluvní odpovědnost za výkon povinností z této smlouvy. Důsledky této odpovědnosti budou řešeny příslušnými ustanoveními obchodního zákoníku, nestanoví-li daná smlouva jinak. Z titulu účastenství v centrálním depozitáři odpovídá prostředník, jenž je takovým účastníkem, za porušení svých závazků vzniklých v souvislosti s plněním povinností ze smlouvy o účastenství uzavřenou s centrálním depozitářem; neodpovídá však za porušení závazků ani neručí za závazky vzniklé v souvislosti s výkonem činností, které vykonává přímo centrální depozitář. Současně neodpovídá za jakékoliv závazky či povinnosti ostatních účastníků

⁷⁷⁸ § 99 ZPKT.

⁷⁷⁹ § 36, odst. 5 ZCP.

⁷⁸⁰ § 25, odst. 3 a 6 provozního řádu centrálního depozitáře.

⁷⁸¹ § 25, odst. 3 provozního řádu centrálního depozitáře.

centrálního depozitáře. Centrální depozitář odpovídá za porušení svých závazků vzniklých v souvislosti s výkonem své činnosti.

Přesto, že normy upravující úschovu a správu zaknihovaných cenných papírů v zákoně o cenných papírech jsou charakteru soukromoprávního a jako takové jsou v zásadě pouze supletivní, bude smluvní omezení odpovědnosti prostředníka za výkon povinností vyplývajících z těchto smluv spíše iluzorní, neboť – jak bylo uvedeno výše – tyto soukromoprávní normy jsou obvykle doprovázeny kogentními veřejnoprávními povinnostmi vyplývajících ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu, u nichž odpovědnost za jejich výkon nebude nijak smluvně omezitelná.

Z hlediska formálního lze zákonné úpravě vztahu mezi konečným majitelem účtu a prostředníkem vytknout značnou roztržičnost. Tento vztah upravují nejen normy zákona o cenných papírech se subsidiárním použitím obchodního zákoníku, ale i zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a ve vztahu k jednotlivým evidencím rovněž podzákoné právní předpisy upravující vedení této evidence. Z hlediska věcného lze vysledovat, že český právní řád jde do určité míry cestou francouzského právního řádu, avšak s tím rozdílem, že český zákonodárce smlouvu o vedení účtu zaknihovaných cenných papírů za smlouvu o úschově označuje výslovně, kdežto ve francouzském právní řádu je tento závěr dovozován pouze doktrinálně. Tato teze českého zákonodárce je založena na základě analogické aplikace režimu movitých věcí na zaknihované cenné papíry. Nicméně tato analogická aplikace je nevhodná, neboť zaknihovaný cenný papír se právně nechová jako věc movitá. Z tohoto důvodu by si vztah mezi konečným majitelem účtu a prostředníkem zasloužil samostatnou úpravu, která by brala v úvahu regulatorní specifika tohoto vztahu i specifický charakter zaknihovaného cenného papíru.

Díl druhý – Konečný majitel účtu cenných papírů

Majitelem účtu cenných papírů je osoba, pro níž prostředník vede účet cenných papírů.⁷⁸² Tato osoba může jednat na svůj vlastní účet nebo na účet jiné osoby. Jedná-li na účet jiné osoby, bude se obvykle jednat opět o prostředníka. Aby bylo možno odlišit majitele účtu – prostředníka, který je pouze jedním z převodních článků v rámci vlastnického řetězce, a konečného majitele – investora, který se nachází na konci tohoto řetězce, přidává se k pojmu majitel účtu adjektivum „*konečný*“.

V reálném světě ovšem nikdy nelze vyloučit, že ani tento „*konečný*“ majitel účtu nejedná zastřeně vlastním jménem na účet jiné osoby,⁷⁸³ a že tedy není dalším *de facto* prostředníkem bez ohledu na to, zda k takové činnosti má oprávnění či nikoli. Mezi konečným majitelem účtu a majitelem nepřímo držených cenných papírů proto nelze položit rovnítko, nýbrž pouze vyvratitelnou právní domněnku, že konečný majitel účtu je zároveň majitelem cenných papírů evidovaných na tomto účtu. Nicméně vztah mezi osobou, jež je vedena u prostředníka jako majitel účtu a osobou, jejímž jménem tento majitel účtu jedná, není pro nepřímou držbu cenných papírů relevantní, neboť možné spory z tohoto vztahu vyplývající budou obvykle řešeny podle obecných ustanovení vztahujících se na přímé či nepřímé zastoupení. Výše i dále v textu, kde se o majiteli účtu cenných papírů mluví jako o osobě, jež má určitá práva k cenným papírům evidovaným na toto účtu, je používán termín „*majitel cenných papírů či nepřímo držených cenných papírů*.“ Tento pojem je koncepčně neutrální a v závislosti na pojetí jednotlivých národních právních řádů v sobě subsumuje všechny možné odstíny postavení, v jakém se majitel účtu může vzhledem k cenným papírům na účtu evidovaným objevovat - ať už se jedná o vlastníka, spoluvlastníka, osobu s oprávněním *sui generis*, majitele cenného oprávnění či ekonomického vlastníka.

⁷⁸² Čl. 1, písm. (e) Ženevské úmluvy UNIDROIT; čl. 1, písm. d) Haagské úmluvy.

⁷⁸³ Návrh oficiálního komentáře, str. 8.

Oddíl 1 - Funkční analýza postavení konečného majitele účtu a jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům

Právo nakládat s nepřímo drženými cennými papíry, tj. prodat tyto cenné papíry, koupit, zastavit či půjčit, je základním ekonomickým užitkem spojeným s cennými papíry. Realizace tohoto ekonomického užitku představuje hlavní důvod, proč investoři věnují cenným papírům pozornost. Právo pak poskytuje jeden ze základních infrastrukturních prvků, který tuto realizaci umožňuje provést. Právo nakládat s cennými papíry neboli právo provádět dispozice s cennými papíry v sobě nese dva základní typy dispozice: jednak právo prodat či koupit cenné papíry, či přesněji právo převést vlastnické či jiné právo, ať už věcného či závazkového typu, z jedné osoby na druhou, a jednak právo zajistit cennými papíry či vlastnickými či jinými právy k cenným papírům určité závazky. K těmto dvěma základním typům dispozice je třeba ještě připočítat právo půjčit cenné papíry.⁷⁸⁴ Právo prodat cenné papíry je pravděpodobně nejdůležitějším právem konečného majitele. Ne nadarmo se ustálilo anekdotické přísloví, „že cenné papíry se nekupují, nýbrž prodávají.“⁷⁸⁵ Z ekonomického pohledu odpovídá právo prodat cenné papíry právu realizovat ekonomickou hodnotu cenného papíru. Vzhledem k tomu, že se ekonomická hodnota cenného papíru v čase proměňuje – rychlejším či pomalejším tempem v závislosti na typu cenného papíru – je nutné, aby právo prodat cenné papíry mohlo být realizováno co nejrychleji a s co nejmenšími překážkami. Je-li majitelovo právo k nepřímo drženému cennému papíru označováno jako „*právo k hodnotě*“, musí být majiteli umožněno tuto hodnotu realizovat podle jeho vůle a úmyslů. Pokud by na straně prostředníka neexistovala zrcadlová povinnost uskutečnit příkaz k dispozici s cenným papírem, nemohl by konečný majitel účtu nepřímo držený cenný papír prodat ani zastavit, a tudíž ani využít jeho ekonomickou hodnotu. Příkazy majitele mohou směřovat ke

⁷⁸⁴ V kontextu transakcí s cennými papíry se půjčkou cenných papírů rozumí převedení vlastnického práva k určitým cenným papírům (obvykle z osoby konečného majitele na osobu prostředníka), jejichž ekvivalent v podobě zastupitelných cenných papírů je prostředník povinen konečnému majiteli účtu po určité době vrátit.

⁷⁸⁵ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1452.

dvěma úkony: k odepsání cenných papírů z účtu či k označení cenných papírů na účtu. Odepsání nepřímo držených cenných papírů je obvykle činěno na základě smlouvy o prodeji těchto cenných papírů, kterou uzavře majitel účtu jako prodávající a prostředník či třetí osoba jako kupující. Alternativně může odepsání vyplývat ze smlouvy o půjčce cenných papírů či ze smlouvy o zajišťovacím převodu práva, kdy cenné papíry majitele účtu budou po dobu trvání zajištění převedeny na účet příjemce zajištění. Označení cenných papírů na účtu reflektuje zřízení zajišťovacího práva k nepřímo drženým cenným papírům. Naproti tomu připsání nepřímo držených cenných papírů na účet nevyžaduje odpovídající příkaz majitele účtu; projev vůle majitele se k připsání cenných papírů na účet nevyžaduje. Nabyvatel proto nemusí dávat další souhlas s připsáním cenných papírů na účet.

V souladu se svým funkčním pojetím Úmluva UNIDROIT nijak necharakterizuje právo majitele účtu k nepřímo drženému cennému papíru, avšak uvádí přímo jeho funkční vlastnosti. Základní funkční vlastností tohoto práva je účinnost vůči třetím stranám. Tato účinnost je však dvojím způsobem limitována: za prvé, v závislosti na příslušnosti daného právního řádu k systému přímého vlastnictví či k systému vícevrstevných oprávnění může být možnost výkonu práv spojených s nepřímo drženým cenným papírem omezena, takže tato práva lze vykonávat pouze vůči přímému prostředníkovi; za druhé, právo činit dispoziční úkony s cenným papírem a právo na vyvedení cenného papíru ze systému nepřímé držby, lze uplatnit pouze vůči prostředníkovi.⁷⁸⁶ Toto posléze uvedené omezení ovšem vyplývá ze samotného charakteru nepřímé držby jako vztahu, u něhož je vždy třeba vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu součinnosti prostředníka.

Posledním zásadním aspektem práva majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům evidovaným na tomto účtu je účinnost tohoto práva v případě insolvence prostředníka, který tento účet vede. Zájem na ochraně práv konečného majitele

⁷⁸⁶ Čl. 9, odst. 2 a odst. 1 Úmluvy UNIDROIT.

účtu k nepřímo drženým cenným papírům před důsledky insolvence prostředníka není zájmem na upřednostnění jedné skupiny subjektů – konečných majitelů účtu – na úkor jiné skupiny – věřitelů prostředníka – , nýbrž zájmem na správném fungování finančních trhů. Insolvence prostředníka vedoucí ke ztrátě cenných papírů majitelů účtu může ohrozit důvěru v celý systém a vést k vyvolání systémového rizika, neboť některé z těchto cenných papírů se mohou v okamžiku insolvence prostředníka nacházet v systémech obchodování a vypořádání, a tím způsobit jejich zablokování. Na druhou stranu ochrana majitelů nebude nikdy absolutní; nebude-li možno ztrátu jejich cenných papírů spravovaných prostředníkem kompenzovat jinak, bude nutno vždy přistoupit k proporčnímu rozdělení ztráty mezi klienty daného insolventního prostředníka. Úmluva UNIDROIT opět v duchu funkčního přístupu stanoví princip, podle kterého účinnost práv majitelů účtu není v zásadě insolvenčí prostředníka dotčena.⁷⁸⁷ Na druhou stranu však nestanoví konkrétní pravidla, jakým způsobem účinnost těchto práv v případě insolvence prostředníka zajistit.

Oddíl 2 - Právní postavení majitele účtu a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům

Jak bylo uvedeno výše, být majitelem účtu cenných papírů vedeného prostředníkem, nutně neznamená, být zároveň vlastníkem cenných papírů evidovaných na tomto účtu. V systémech přímého vlastnictví je vlastníkem cenných papírů zapsaných buď fyzická nebo právnická osoba vedená jako majitel účtu cenných papírů u posledního prostředníka ve vlastnické pyramidě. Touto osobou může být i sám prostředník, pokud je sám konečným majitelem, tj. pokud cenné papíry registrované na jeho účtu u prostředníka vyšší úrovně tvoří součást vlastního majetku „konečného“ prostředníka, a nikoli majetku drženého tímto prostředníkem pro své klienty.⁷⁸⁸ Prostředník, který pouze vede účet cenných papírů pro jiné osoby, není v systémech přímého vlastnictví téměř nikdy

⁷⁸⁷ Čl. 14, odst. 1 Úmluvy.

⁷⁸⁸ Dotazník LCG-EC, str. 109 an.

vlastníkem cenných papírů registrovaných na účtu cenných papírů, který vede.⁷⁸⁹ Naproti tomu v právních řádech spadajících do systémů vícevrstevných oprávnění je vlastnictví cenných papírů rozděleno: právním vlastníkem nepřímo držených cenných papírů je zpravidla centrální depozitář či osoba jednající jeho jménem či prostředník na nejvyšší úrovni vlastnické pyramidy; ostatní osoby, jež jsou na nižších úrovních vlastnické pyramidy, jsou vždy pouze ekonomickými vlastníky, tj. osobami, jimž náleží ekonomický užitek z cenných papírů, k nimž mají určitá majetková oprávnění. Vztah mezi emitentem a konečným majitelem nepřímo držených cenných papírů v těchto systémech je tvořen sérií „*neprůhledných*“, na sobě víceméně nezávislých bilaterálních vztahů mezi jednotlivými články tohoto vztahu.⁷⁹⁰

Analýza právního postavení konečného majitele účtu ob stojí nezávisle na zkoumaném právním řádu pouze za předpokladu, že tento konečný majitel nedal svému přímému prostředníkovi souhlas s užíváním jeho nepřímo držených cenných papírů, resp. souhlas k tomu, aby aby použil jeho nepřímo držené cenné papíry pro obchody na svůj účet. Ve všech zkoumaných právních řádech konečný majitel totiž v důsledku udělení takového souhlasu ztrácí postavení oprávněného z věcného práva či z práva *sui generis* k danému nepřímo drženému cennému papíru, a stává se subjektem závazkového nároku na vydání cenných papírů od prostředníka, jemuž své nepřímo držené cenné papíry takto svěřil. V důsledku toho ztrácí majitel účtu zvláštní ochranu svých nepřímo držených cenných papírů v případě insolvence prostředníka, neboť s tímto svým závazkověprávním nárokem bude moci zařadit pouze mezi nezajištěné věřitele prostředníka.

⁷⁸⁹ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 18.

⁷⁹⁰ V ang.: „*no look-through approach*.“

Kapitola 1 – Vlastnické právo

Francouzské právo

Majitel účtu nepřímým držení cenných papírů je podle francouzského práva označován za jejich vlastníka.⁷⁹¹ Jeho vlastnické právo je právem výlučným vztahujícím se k určitému nepřímému držení cenného papíru, a to i vůči cenným papírům, jež jsou zastupitelné, a tedy neindividualizovatelné.⁷⁹² Předmětem, k němuž se toto vlastnické právo vztahuje, je záznam na účtu cenných papírů u přímého prostředníka, jež je pomocí fikce považován za individualizovanou věc movitou. Za vlastníka nepřímého držení cenného papíru je považován pouze konečný majitel účtu, jemuž svědčí záznam na účtu cenných papírů u jeho přímého prostředníka; související záznamy vlastnické právo nepřiznávají, ať už jde o záznamy na vlastnických či zákaznických účtech u prostředníků přímého prostředníka či u mezinárodního centrálního depozitáře, Euroclear France S.A. - s výjimkou záznamů na účtu u zmíněného centrálního depozitáře reprezentující nepřímým držení cenné papíry ve vlastním majetku prostředníků jako konečných vlastníků.⁷⁹³

Vzhledem k tomu, že právo majitele účtu k nepřímým držení cenným papírům je kvalifikováno jako právo vlastnické, je toto právo účinné *erga omnes*, tedy vůči přímému prostředníkovi, emitentovi i vůči třetím osobám s výjimkou prostředníků vyšší úrovně.⁷⁹⁴ Z důvodu věcné podstaty by vlastnické právo konečného majitele účtu mělo tomuto majiteli umožnit docílení vydání nepřímým držení cenných papírů jak v případě, že došlo k neoprávněnému přivlastnění si nepřímým držení cenných papírů přímým prostředníkem či neoprávněnému převodu na třetí osoby, tak v případě, že se přímý prostředník či třetí osoba v postavení neoprávněného nabyvatele ocitli ve stavu insolvence. Pokud jde o vztah k přímému

⁷⁹¹ Čl. L211-4, věta první francouzského CMF a čl. L211-17 francouzského CMF.

⁷⁹² Maffei, A.: op. cit. pozn. č. 285, str. 243; Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 108 - 109.

⁷⁹³ Maffei, A.: op. cit. pozn. č. 285, str. 247.

⁷⁹⁴ Čl. L211-11 francouzského CMF.

prostředníkovi, obnáší vlastnické právo majitele účtu právo na vydání zastupitelných nepřímo držených cenných papírů.⁷⁹⁵ Nicméně vzhledem k neexistenci listinných cenných papírů může být takové vydání provedeno jen převedením těchto nepřímo držených cenných papírů na účet u jiného prostředníka.

Vlastnické právo majitele účtu k cenným papírům evidovaným na tomto účtu zahrnuje i právo držby těchto cenných papírů. Držba podle francouzského práva zahrnuje nejen držbu přímou, ale i držbu prostřednictvím jiné osoby,⁷⁹⁶ například prostředníka. Jelikož však držba podle francouzského práva vyžaduje přítomnost *vlastnické vůle* u osoby z držby oprávněné, a vzhledem k tomu, že *animus possidendi* lze přiznat v případě nepřímé držby pouze vlastníkovu cenných papírů, může právo držby svědčit pouze tomuto vlastníkovu, resp. konečnému majiteli účtu,⁷⁹⁷ nikoli však prostředníkovi.

Právo vlastníka dematerializované cenných papírů není dotčeno vyhlášením insolvenčního řízení na osobu prostředníka, neboť dematerializované cenné papíry jsou podřízeny zvláštnímu zacházení mimo obecný insolvenční režim.⁷⁹⁸ V případě insolvence prostředníka osoba pověřená správou podstaty „ověří cenný papír po cenném papíru, že počet cenných papírů evidovaných na účtu vedeném na jméno insolventního prostředníka u centrálního depozitáře či u jiného prostředníka bez ohledu na povahu účtu u takového prostředníka, je dostatečný pro to, aby prostředník mohl splnit své povinnosti vůči majitelům účtu.“⁷⁹⁹ Nepřímo držené cenné papíry klientů prostředníka jsou tímto úkonem vyňaty z jeho insolvenční podstaty a převedeny správcem této podstaty na účty klientů u jiných prostředníků. Kvůli nejednoznačné soudní praxi⁸⁰⁰ však existuje riziko, že

⁷⁹⁵ Čl. L211-9 francouzského CMF.

⁷⁹⁶ Čl. 2228 francouzského Code civil.

⁷⁹⁷ Terré, F., Simmler, Ph.: Droit civil – Les biens, 7. vydání, 2006, Dalloz, str. 145 a 149.

⁷⁹⁸ Dotazník LCG-EC, str. 201.

⁷⁹⁹ Čl. L211-10 francouzského CMF.

⁸⁰⁰ Cass. com 18. říjen 1994, Bull. Joly, prosinec 1994, str. 1296, č. 362; Cass. Com. 5. prosince 2002, Dalloz 2002, č. 13, 1139.

právo majitelů účtu na vydání jejich cenných papírů bude účinné pouze za předpokladu, že prostředník dodržel povinnost identifikace cenných papírů těchto majitelů.⁸⁰¹ Na druhou stranu v případě nedostatku disponibilních cenných papírů jsou ve prospěch konečných majitelů alokovány i nepřímo držené cenné papíry ve vlastnictví prostředníka. Pokud ani to nestačí k plnému uspokojení práv klientů insolventního prostředníka, mění se vlastnické právo konečného majitele účtu na právo na poměrnou část nepřímo držených cenných papírů odpovídající poměru záznamů na účtu v jeho prospěch k celkovému počtu nepřímo držených cenných papírů evidovaných na účtech u daného přímého prostředníka. Ve zbývající části bude mít dotčený majitel účtu vůči prostředníkovi nárok závazkového charakteru, jež ho zařadí mezi nezajištěné věřitele prostředníka.⁸⁰²

Kapitola 2 – Spoluvlastnické či věcné právo *sui generis*

Německé a rakouské právo

Právní postavení majitele účtu cenných papírů jako konečného investora je v Německu v určitém ohledu podobné právnímu postavení majitele účtu ve Francii: i v těchto zemích svědčí majiteli účtu k nepřímo drženému cennému papíru evidovanému na jeho účtu věcné právo v podobě práva vlastnického. Na rozdíl od francouzského pojetí je však vlastník německých nepřímo držených cenných papírů, nikoli výlučným vlastníkem, nýbrž se ocitá v postavení ideálního spoluvlastníka k souhrnu zastupitelných cenných papírů evidovaných u přímého prostředníka.⁸⁰³ Tento souhrn je tvořen abstraktním právním objektem *sui generis* v podobě hromadné listiny či hromadné zaknihované pohledávky atd.⁸⁰⁴ K těmto *sui generis* objektům má každý investor poměrné spoluvlastnické právo odpovídající podílu mezi jmenovitou hodnotou cenných papírů svěřených do úschovy a jmenovitou hodnotou souhrnu cenných papírů stejného druhu držených

⁸⁰¹ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 111.

⁸⁰² Tamtéž, str. 119.

⁸⁰³ § 6, odst. 1 německého DepotG; § 6, odst. 2 BschuWG; § 5, odst. 1 rakouského DepotG.

⁸⁰⁴ Vyše část druhá, díl druhý, oddíl 2, kapitola 2.

prostředníkem v úschově či, nemá-li cenný papír, jmenovitou hodnotu, počtu uschovaných cenných papírů vůči celkovému množství cenných papírů.⁸⁰⁵ Obdobné postavení ideálního spoluvlastníka k souhrnu zastupitelných cenných papírů evidovaných u prostředníka, má majitel účtu cenných papírů podle rakouského práva.⁸⁰⁶

Spoluvlastnické právo k cenným papírům evidovaným na účtu cenných papírů u prostředníka se ve svém obsahu neliší od vlastnického práva. Spoluvlastnické právo působí vůči přímému prostředníkovi, emitentovi i třetím osobám.⁸⁰⁷ Vůči prostředníkovi má spoluvlastník právo na vydání cenných papírů ve výši jeho poměrného spoluvlastnického podílu a v tomto rozsahu nespadá jeho právo do insolvenční podstaty prostředníka.⁸⁰⁸ Spoluvlastník nepřímě drženého cenného papíru se však nemůže domáhat vydání jednotlivých listinných cenných papírů na místo poměrného vlastnického práva k souhrnu cenných papírů stejného druhu,⁸⁰⁹ jde-li o hromadný dluhopis Spolku či jednotlivých států Spolku či je-li cenný papír vydán v podobě hromadné listiny uložené u prostředníka a je-li stanovami emitenta zároveň vyloučeno právo na vydání jednotlivých cenných papírů, jako je tomu například u akciových společností.⁸¹⁰ Vzhledem k tomu, že v Německu je více než 90% cenných papírů drženo na sběrných účtech,⁸¹¹ bude se právo na vydání obvykle realizovat formou převedení příslušné výše spoluvlastnického podílu k jinému prostředníkovi bez fyzického vydání jednotlivých cenných papírů.⁸¹² Součástí spoluvlastnického práva je rovněž oprávnění, aby prostředník uplatňoval jménem spoluvlastníka, má-li k tomu zmocnění, jeho právo na výnos

805 § 6, odst. 1 německého DepotG; § 5, odst. 1 rakouského DepotG; § 6, odst. 2 BschuWG.

806 Dotazník LCG-EC, str. 63-64 a 163.

807 Einsele, D., *Modernising German Law*: op. cit. pozn. č. 95, str. 257.

808 Dotazník LCG-EC, str. 198.

809 § 9a, odst. 3, věta druhá německého DepotG.

810 § 10, odst. 5 německého AktG.

811 Einsele, D., *Modernising German Law*: op. cit. pozn. č. 95, str. 251.

812 I v případě, že vydání listinných cenných papírů není vyloučeno, nemá-li majitel účtu s prostředníkem uzavřenu smlouvu o zvláštní úschově, tj. úschově individuálních cenných papírů, nemůže na prostředníkovi požadovat vydání identických cenných papírů, které k němu uložil, ale pouze zastupitelných cenných papírů.

z cenného papíru a eventuálně hlasovací práva. Tato práva však konečný spoluvlastník může vůči emitentovi uplatňovat i přímo; v takovém případě si musí vyžádat od svého přímého prostředníka potvrzení o existenci záznamů na účtu cenných papírů učiněných v jeho prospěch, aby emitentovi prokázal právo vykonávat práva s cennými papíry spojená.⁸¹³ Spoluvlastnické právo k nepřímo drženým cenným papírům obnáší v německém právu rovněž právo držby, resp. nepřímé držby, přičemž konečný majitel účtu je jako spoluvlastník považován za nepřímého držitele vlastního práva⁸¹⁴ druhé či nižší úrovně,⁸¹⁵ tj. osoby, která sice nemá předmět držby pod svou přímou fyzickou kontrolu, avšak která má vůli s předmětem nakládat jako s vlastním.⁸¹⁶ Jako držitel druhé či nižší úrovně se konečný vlastník může domáhat vydání předmětu držby, například v případě neoprávněného převodu části jeho spoluvlastnického podílu na třetí osobu, pouze subsidiárně, tj. pokud se vydání nemůže dožadovat žádný z držitelů předchozí úrovně – jimiž budou obvykle prostředníci.⁸¹⁷ Z praktického hlediska bude přímý výkon práv konečného spoluvlastníka vůči třetím osobám obtížně proveditelný; vzhledem k tomu, že s vlastnickým právem lze nakládat pouze přes prostředníka, bude prostředník v tomto ohledu obvykle jednat vůči třetím stranám jménem a na účet příslušného majitele účtu.⁸¹⁸

Co se týče zahraničních cenných papírů, nejsou práva konečného majitele účtu vyplývající z jeho účasti ve WR-systému německým a rakouským právem charakterizována jako práva spoluvlastnická, ani jako věcná, nýbrž pouze jako práva závazkového charakteru. Konečný majitel účtu je vůči přímému prostředníkovi pouze v postavení fiducianta v rámci institutu Treuhandu: vůči emitentovi či vůči třetím stranám proto nemůže vykonávat svá práva přímo, tj.

813 Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 267.

814 Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Kniha třetí, Sellier – de Gruyter, 2007, Berlín, str. 228.

815 Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 43.

816 § 872 německého BGB.

817 Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: op. cit. pozn. č. 814, str. 244.

818 Marburger, P.: op. cit. pozn. č. 322, str. 228.

svým jménem a na svůj účet, avšak pouze na základě příkazu konečného majitele účtu jako fiducianta.⁸¹⁹

V případě insolvence prostředníka je ideální spoluvlastnický podíl k nepřímo drženým cenným papírům vyňat z insolvenční podstaty prostředníka⁸²⁰ a podíl každého spoluvlastníka je buď vydán tomuto vlastníkovvi v podobě fyzických listinných cenných papírů či převeden na účet k jinému prostředníkovi.⁸²¹ Nemá-li prostředník dostatek nepřímo držených cenných papírů k uspokojení všech svých klientů, uspokojí se každý klient poměrně ze zbylých nepřímo držených cenných papírů spravovaných prostředníkem.⁸²² Osud spoluvlastnických, resp. věcných práv, budou sledovat v případě insolvence prostředníka i práva a povinnosti majitelů účtu v postavení fiduciantů v rámci WR-systému..⁸²³ Obdobná úprava práv vůči prostředníkovi platí i v Rakousku.⁸²⁴

Belgické a lucemburské právo

Jak bylo uvedeno výše, nepřímo drženým cenným papírem se v belgickém a lucemburském právu rozumí spoluvlastnické, resp. věcné právo, nehmotné povahy k souhrnu zastupitelných cenných papírů a finančních nástrojů. Osoba, jíž toto právo svědčí, je v belgickém právu spoluvlastníkem *sui generis*, v lucemburském právu pak oprávněným z věcného práva *sui generis*. Zatímco však v německém a rakouském právu není z hlediska obsahu spoluvlastnické právo a postavení spoluvlastníka nepřímo drženého cenného papíru nijak odlišné od postavení vlastníka, belgický spoluvlastník je spoluvlastníkem *sui generis* stejně jako jeho spoluvlastnické právo.⁸²⁵ Lucemburské právo naproti tomu nepřiznává konečnému majiteli účtu vůči nepřímo drženým cenným papírům

⁸¹⁹ Dotazník LCG-EC, str. 147.

⁸²⁰ § 47 německého insolvenčního řádu („*Insolvenzordnung*“); § 23 rakouského zákona o úschově.

⁸²¹ § 985 BGB, §§ 7 a 8 německého zákona o úschově; v případě státních dluhopisů § 6, odst. 2 BSchuWG.

⁸²² Dotazník LCG-EC, str. 198.

⁸²³ Dotazník LCG-EC, str. 200 a 205.

⁸²⁴ Tamtéž, str. 198.

evidovaným na účtu v jeho prospěch status spoluvlastníka, ani *sui generis* spoluvlastnické právo, ale pouze postavení osoby oprávněné z věcného práva *sui generis*.

Ač je obsah tohoto *sui generis* spoluvlastnického práva nehmotné povahy podle belgického práva či věcného práva podle lucemburského práva více méně identický, je třeba se pozastavit na rozdílným terminologickým označením těchto práv. Překážkou pro označení práva konečného majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům jako práva spoluvlastnického podle belgického práva, je skutečnost, že předmětem tohoto práva není individuální věc movitá, nýbrž generická zastupitelná majetková hodnota. Označuje-li lucemburský zákonodárce na jiných místech právo k individuálnímu listinnému papíru jako právo vlastnické⁸²⁶ (z důvodu právní fikce považující takový cenný papír za individuální hmotnou věc), vzhledem k zastupitelným majetkovým hodnotám si kontinentální právní dogma znemožňující jiným než individualizovatelným hmotným věcem být předmětem vlastnického práva nedovolí porušit. Právo konečného majitele proto označuje jen za právo věcné, neboť právo věcné se v obecném pojetí v určitých situacích může vztahovat i na jiné objekty než na individualizovatelné hmotné předměty, jako například na pohledávky, jak je tomu v případě zástavního práva. Jak belgické spoluvlastnické právo *sui generis*, tak lucemburské věcné právo obsahují poněkud zavádějící přídomek „*nehmotné povahy*.“⁸²⁷ Tento přídomek nevyjadřuje nehmotný charakter tohoto práva, neboť všechna práva jsou *eo ipso* nehmotná, nýbrž skutečnost, že toto spoluvlastnické, resp. věcné, právo postrádá určité definiční znaky věcného práva.⁸²⁸ Především, toto právo je uplatnitelné pouze vůči prostředníkovi, nikoli vůči třetím osobám.⁸²⁹ Krom toho z důvodu zastupitelnosti jeho předmětu není možné, aby tento předmět

825 Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 75.

826 Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1304.

827 Výše část druhá, díl druhý, oddíl 2, kapitola 2.

828 Obecnými znaky věcného práva je jeho účinnost vůči všem osobám, právo vymoci předmět tohoto práva od jakékoli osoby a právo na přednostní uspokojení do výše hodnoty tohoto práva.

829 Čl. 10 belgického nařízení č. 62; čl. 6 lucemburského LCTIF.

či právo samotné mohlo být „vystopováno“ a následně vymoženo od osoby, u níž se neoprávněně nachází.⁸³⁰ Jediný charakteristický znak, jež činí toto spoluvlastnické, resp. věcné, právo skutečně věcným, je právo přednostního uspokojení do výše své hodnoty v případě, že se nachází u prostředníka, jež je v insolvenční.⁸³¹

Vůči prostředníkovi je vedle práva na obdržení výnosu z nepřímo drženého cenného papíru, hlavním právem konečného majitele účtu vůči prostředníkovi právo na vydání nepřímo drženého cenného papíru evidovaného na jeho účtu. Nicméně vzhledem k zastupitelnosti takového cenného papíru nemá konečný majitel vůči prostředníkovi právo na vydání konkrétního cenného papíru, nýbrž pouze na vydání „*cenných papírů nebo ostatních finančních nástrojů stejné povahy bez ohledu na neshodu v číselném označení nebo v jiných individuálních identifikačních prvcích.*“⁸³² Toto právo na „vydání“ je však účinné vůči prostředníkovi i v případě jeho insolvence s tím, že pokud se v majetku prostředníka nenachází dostatečný počet cenných papírů k uspokojení nároků těch majitelů účtů, s nimiž má přímý vztah, připočítávají se zastupitelné cenné papíry ve vlastním majetku prostředníka automaticky k počtu těchž cenných papírů vedených na účtech klientů. Pokud ani po tomto přičtení nelze nároky všech přímých majitelů účtů na vydání jejich nepřímo držených cenných papírů z podstaty prostředníka uspokojit, je těmto majitelům vydáno poměrné množství nepřímo držených cenných papírů odpovídající podílu rozsahu práv zapsaných na účtu v jejich prospěch k celkovému počtu těchž zastupitelných cenných papírů spravovaných jejich přímým prostředníkem pro klienty tohoto prostředníka.⁸³³ Nemůže-li cenný papír existovat v listinné podobě, například z důvodu stanov emitenta, uskuteční se toto vydání převodem na účet k jinému prostředníkovi.⁸³⁴ Ač jak belgické, tak lucemburské právo stanoví, že právo k nepřímo drženým

⁸³⁰ Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1307.

⁸³¹ Nicméně, jak je vidno dále, i toto právo má své limity.

⁸³² Čl. 4 a 5 belgického nařízení č. 62; čl. 5 lucemburského LCTIF.

⁸³³ Čl. 10 belgického nařízení č. 62; čl. 7 lucemburského LCTIF.

⁸³⁴ Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1311 a 1312.

cenným papírům lze vykonávat pouze vůči prostředníkovi, není vyloučeno, aby konečný majitel účtu uplatnil toto právo i vůči emitentovi: to bude možné jednak v případě insolvence prostředníka⁸³⁵ či v ostatních případech poté, co si majitel účtu vyžádá od prostředníka potvrzení o tom, že u něj na účtu vede v jeho prospěch určité množství cenných papírů nebo jiných finančních nástrojů.⁸³⁶ V případě insolvence prostředníka umožní konečným majitelům výkon jejich práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry vůči emitentovi insolvenční správce prostředníka.⁸³⁷

V belgickém právu nemá oprávněný z věcného práva právo držby k cennému papíru, ale pouze právo detence.⁸³⁸ Tím se belgické právo obsahově liší od spoluvlastnictví v pojetí práva německého a rakouského.

V belgickém i lucemburském právu by účinnost práv konečného majitele v případě insolvence prostředníka neměla být v zásadě ohrožena: prostředník totiž musí držet nepřímo držené cenné papíry klientů mimo svůj majetek, a tudíž tyto cenné papíry klientů v případě jeho insolvence zůstávají mimo jeho insolvenční podstatu.⁸³⁹ Konečný majitel účtu může při insolvenci přímého prostředníka vymáhat své spoluvlastnické právo k nepřímo drženému cennému papíru přímo vůči prostředníkovi na vyšší úrovni vlastnického řetězce. V případě úspěchu budou takto nárokové cenné papíry převedeny na účet konečného majitele u jiného prostředníka, a eventuálně bude učiněna v případě akcií na jméno změna v seznamu akcionářů vedeného emitentem.⁸⁴⁰ Nebude-li počet nepřímo držených cenných papírů držených prostředníkem postačovat k uspokojení nároků všech

⁸³⁵ Čl. 11 belgického nařízení č. 62; čl. 6 lucemburského LCTIF.

⁸³⁶ Čl. 9 bis belgického nařízení č. 62; čl. 8 lucemburského LCTIF.

⁸³⁷ Prussen, Y.: op. cit. pozn. č. 204, str. 1307.

⁸³⁸ Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 64; odpověď na otázku, zda právo nehmotného charakteru ve smyslu čl. 6 lucemburského LCTIF v sobě zahrnuje právo držby či pouze detence, se nepodařilo v dostupné literatuře nalézt.

⁸³⁹ Dotazník LCG-EC, str. 196; čl. 4 lucemburského LCTIF; Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. č. 634, str. 85.

⁸⁴⁰ Čl. 10 belgického nařízení č. 62; Dotazník LCG-EC, str. 196; čl. 7, odst. 1 lucemburského LCTIF.

přímých majitelů účtu, bude chybějící množství doplněno ze zastupitelných cenných papírů ve vlastním majetku prostředníka;⁸⁴¹ pokud ani to nebude stačit, uspokojí se nároky majitelů účtu poměrně.⁸⁴²

Kapitola 3 – Zvláštní vlastnické právo

Švýcarské právo

Nepřímo držené cenné papíry, jako nový předmět majetkových práv vytvořený švýcarským zákonem o nepřímo držených cenných papírech, jsou podle znění tohoto zákona předmětem vlastnického práva.⁸⁴³ Nejedná se ovšem o klasické vlastnické právo v tradičním věcně právním pojetí.⁸⁴⁴ Obsah tohoto vlastnického práva je určen ustanoveními švýcarského zákona o nepřímo držených cenných papírech,⁸⁴⁵ konkrétně v kapitole 3, tj. článcích 11 až 19 tohoto zákona. Tento obsah neodpovídá obsahu vlastnického práva podle obecných soukromoprávních ustanovení. Důvodem pro vytvoření zvláštní odnože vlastnického práva pro nepřímo držené cenné papíry byly na jednu stranu specifické aspekty vztahu mezi majitelem účtu cenných papírů a prostředníkem, které nebylo možno podřadit pod žádnou z existujících věcně právních či obligačně právních kategorií, a na druhou stranu potřeba dodat investorům potřebnou dávku důvěry, kterou s sebou pojem vlastnického práva obnáší.⁸⁴⁶ Majitel účtu vedeného u prostředníka je tudíž ve vztahu k cenným papírům evidovaným na tomto účtu v postavení vlastníka se zvláštním typem vlastnického práva.

Základní atributy tohoto zvláštního vlastnického práva, tj. působení vůči prostředníkům a všem třetím stranám, včetně vynětí z dosahu věřitelů

⁸⁴¹ Čl. 10 belgického nařízení č. 62; v belgickém právu však tyto nároky klientů vůči zastupitelným nepřímo drženým cenným papírům ve vlastním majetku prostředníka nebudou mít přednost vůči nárokům zajištěných věřitelů prostředníka k týmž cenným papírům (Haentjens, M.: op. cit. pozn. č. 428, str. 76; čl. 7, odst. 2 lucemburského LCTIF).

⁸⁴² Čl. 10 belgického nařízení č. 62; čl. 7, odst. 2 lucemburského LCTIF.

⁸⁴³ Čl. 1, odst. 1 švýcarského LTI.

⁸⁴⁴ Důvodová zpráva k švýcarskému LTI, str. 22.

⁸⁴⁵ Důvodová zpráva k švýcarskému LTI, str. 39.

⁸⁴⁶ Důvodová zpráva k švýcarskému LTI, str. 22, 36, 38 a 39.

prostředníka, jsou uvedeny v samotné definici nepřímo držených cenných papírů.⁸⁴⁷ S výjimkou úplatného nabytí v dobré víře může majitel účtu žádat vydání zastupitelných cenných papírů od neoprávněného nabyvatele, a to i v případě, že se nabyvatel nachází v insolvenčním řízení; k vydání v takovém případě může dojít pouze za předpokladu, že se takto nabyté cenné papíry či zastupitelné cenné papíry stále nacházejí v konkurzní podstatě neoprávněného nabyvatele.⁸⁴⁸ Na rozdíl od obecného režimu vlastnického práva, kde jsou žaloby založené na věcně právním oprávnění zásadně nepromlčitelné,⁸⁴⁹ žaloba na vydání zastupitelných cenných papírů od neoprávněného nabyvatele se promlčuje ve lhůtě deseti let.⁸⁵⁰ Pokud jde o vztah majitele účtu k emitentovi, ten zůstává speciální úpravou nepřímo držených cenných papírů nedotčen.⁸⁵¹

Sui generis vlastnické právo konečného majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům je chráněno i při insolvenci prostředníka.⁸⁵² Nicméně vzhledem k tomu, že nepřímo držený cenný papír je zastupitelného charakteru, nelze konečnému majiteli zajistit identickou ochranu jako vlastníkově individuálně určeného objektu. Přesto, že švýcarský zákonodárce používá k ochraně obsahu zvláštního vlastnického práva konečného majitele alokační metodu bez ohledu na zavinění, v případě, že prostředník neoddělil na vyšší úrovni své cenné papíry od klientských,⁸⁵³ nelze vyloučit, že kvůli nedostatku nepřímo držených cenných papírů na straně prostředníka, nebude možno konečným majitelům restituovat všechny nepřímo držené cenné papíry, jež měli u insolventního prostředníka evidovány. V takovém případě dojde pouze k částečnému uspokojení nároků konečných majitelů, a to v poměru výše jejich nepřímo držených cenných papírů

⁸⁴⁷ Čl. 4, odst. 1, písm. b) švýcarského LTI.

⁸⁴⁸ Čl. 26, odst. 1 až 3 švýcarského LTI.

⁸⁴⁹ Thévenoz, L.: New Legal Concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction – The Swiss Draft Act, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 310.

⁸⁵⁰ Čl. 26, odst. 4 švýcarského LTI.

⁸⁵¹ Čl. 13, odst. 1 švýcarského LTI.

⁸⁵² Důvodová zpráva k švýcarskému LTI, str. 59.

⁸⁵³ Čl. 17, odst. 2 švýcarského LTI.

k souhrnu zastupitelných cenných papírů všech klientů daného prostředníka. Ve zbylém rozsahu budou mít tito klienti vůči prostředníkovi nárok závazkového charakteru, se kterým se zařadí mezi nezajištěné věřitele prostředníka.⁸⁵⁴

Kapitola 4 - Cenné oprávnění (věcně právní aspekty)

Právo Spojených států amerických

Právo majitele účtu k cennému oprávnění je označováno obecným pojmem „*property interest*“, tj. „*majetkové právo*“ či „*majetkové oprávnění*.“⁸⁵⁵ Toto právo je jen obtížně podřaditelné do kontinentálních kategorií věcných či závazkových práv. Přesto, že se může na první pohled zdát, že toto právo je ekvivalentní vlastnickému právu,⁸⁵⁶ americká doktrína ho označuje jako zvláštní „*sui generis*“ majetkové právo, neboť vykazuje znaky jak závazkové, tak věcně právní.⁸⁵⁷ Za věcně právní aspekty cenného oprávnění – na rozdíl od závazkové právních – jsou považovány ty aspekty, jež je možno uplatnit vůči třetím stranám.⁸⁵⁸

Podobně jako je tomuto v germánské právní rodině, je majetkové právo majitele cenného oprávnění vymezeno jako poměrné právo, a to poměrné právo mezi majiteli cenných oprávnění vůči jednomu určitému prostředníkovi a vůči jednomu typu všech zastupitelných finančních aktiv držených tímto prostředníkem. Nejedná se tedy o oprávnění k určité identifikovatelné věci.⁸⁵⁹ Základní vlastností cenného oprávnění je skutečnost, že cenné oprávnění lze uplatňovat pouze vůči přímému prostředníkovi, nikoli vůči třetím stranám.⁸⁶⁰ Cenné oprávnění je však

⁸⁵⁴ Čl. 19, odst. 2 švýcarského LTI; Důvodová zpráva k švýcarskému LTI, str. 63.

⁸⁵⁵ § 8-503(b) UCC.

⁸⁵⁶ Hakes, R. A.: op. cit. pozn. č. 701, str. 687.

⁸⁵⁷ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1518.

⁸⁵⁸ Hakes, R. A.: op. cit. pozn. č. 701, str. 687.

⁸⁵⁹ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 5.

⁸⁶⁰ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1455 a 1508.

vyňato z dosahu prostředníkových nezajištěných věřitelů,⁸⁶¹ takže je jakýmsi „zesíleným právem“ investora a „přednostní povinností“ prostředníka. „To znamená, že v rozsahu nutném k uspokojení všech nároků na cenné papíry ve vztahu k určitému finančnímu aktivu příslušné finanční (...) nemůže být předmětem nároků věřitelů prostředníka cenných papírů, a to bez ohledu na to, jestli prostředník cenných papírů drží dané finanční aktivum na účtu, který otevřel pro své klienty nebo na svém vlastním účtu [§ 8–503(a) UCC]. Vlastnický podíl investora na finančním aktivu drženém prostředníkem cenných papírů se určí bez ohledu na čas, kdy investor nabyt nárok na cenné papíry, nebo kdy prostředník cenných papírů nabyt vlastnictví k finančnímu aktivu. Všichni majitelé účtů tak mají vlastnický podíl bez ohledu na pořadí, v jakém svůj podíl nabyli, a bez ohledu na to, že v době, kdy konkrétní investor podíl nabyt, prostředník cenných papírů neměl dostatečná aktiva k uspokojení všech nároků.”⁸⁶²

Kapitola 5 – Ekonomické vlastnictví

Anglické common law

V anglosaských právních řádech⁸⁶³ je majitel účtu cenných papírů vzhledem k cenným papírům na něm registrovaným v postavení ekonomického vlastníka; k ostatním majitelům majícím cenné papíry evidované u stejného prostředníka je v postavení poměrného oprávněného držitele.⁸⁶⁴ Toto ekonomické vlastnictví majitele účtu, je vlastnickým právem věcného charakteru⁸⁶⁵; to však nevylučuje existenci paralelního právního vlastnictví k týmž nepřímým drženým cenným papírům ve prospěch prostředníka.⁸⁶⁶ V anglickém právu bude právním vlastníkem nepřímých držených cenných papírů konečného majitele účtu

⁸⁶¹ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímých držení cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 23.

⁸⁶² Elek, Š.: op. cit. pozn. č. 494, str. 774 an.

⁸⁶³ Například Spojené království, Irsko, Kypr, Malta.

⁸⁶⁴ V ang. „*equitable tenant in common*.”

⁸⁶⁵ V ang. „*proprietary interest*.”

⁸⁶⁶ Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 494, str. 26.

prostředník na nejvyšší úrovni vlastnického řetězce, tj. buď prostředník, jehož jméno bude v registru CRESTu uvedeno jako jméno vlastníka či držitele cenných papírů či prostředník, jenž bude přímo zapsán u emitenta jako akcionář či držitel dluhopisů či jiných cenných papírů.⁸⁶⁷ Tento prostředník bude držet cenné papíry pro beneficianta v rámci trustu. Tímto beneficentem bude buď konečný majitel účtu či jiný prostředník, který bude držet tyto cenné papíry v trustu pro další beneficianty atd.

Zásady FMLC ohledně investičních cenných papírů,⁸⁶⁸ jež do určité míry kodifikují ustálenou jurisdikci anglických soudů týkající se nepřímo držených cenných papírů,⁸⁶⁹ vymezují práva majitele účtu vůči prostředníkovi k nepřímo drženým cenným papírům evidovaným na účtu majitele jako oprávnění k cenným papírům (*interests in securities*), jež „*zahrnují jak osobní práva vůči prostředníkovi, tak vlastnická práva k cenným papírům, (...)*“,⁸⁷⁰ přičemž „*každý zákazník [rozuměj: majitel účtu cenných papírů] držící cenné papíry určitého druhu u prostředníka má poměrná vlastnická práva k souhrnu cenných papírů v rozsahu svého oprávnění*“.⁸⁷¹ Záznam na účtu cenných papírů vedeného prostředníkem však nepředstavuje věcné oprávnění majitele k těmto cenným papírům, nýbrž je pouhým důkazem o existenci takového práva a o existenci trustu vzhledem k těmto cenným papírům.⁸⁷² Institut trustu vztahující se na nepřímo držené cenné papíry vykazuje vůči obecnému institutu trustu určité zvláštnosti. Splňuje-li vztah mezi přímým prostředníkem a majitelem účtu náležitosti trustu, má konečný majitel k nepřímo drženým cenným papírům vedeným na účtu u tohoto přímého prostředníka uvedená závazková a věcná

⁸⁶⁷ Dotazník LCG-EC, str. 159.

⁸⁶⁸ Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 15 an.

⁸⁶⁹ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: První seminář: op. cit. pozn. č. 154, str. 25.

⁸⁷⁰ Čl. 2, písm. (a) anglických zásad FMLC.

⁸⁷¹ Čl. 2, písm. (b) anglických zásad FMLC.

⁸⁷² Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: První seminář: op. cit. pozn. č. 154, str. 19; Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 25 a 53.

práva; pokud však tento vztah náležitosti trustu nesplňuje, má majitel účtu vůči svému přímému prostředníkovi pouze právo na vydání cenných papírů, které prostředníkovi svěřil. Závazkový charakter takového práva řadí takového majitel účtu v případě insolvence prostředníka do relativně nevýhodné skupiny nezajištěných věřitelů.⁸⁷³

Svazek práv majitele k nepřímo drženým cenných papírů v trustu, je věcného charakteru, neboť jeho účinky působí nejen vůči správci (prostředníkovi), nýbrž i vůči třetím osobám. Pokud jde o účinky vůči prostředníkovi, tyto účinky však působí pouze vůči přímému prostředníkovi majitele, nikoli vůči ostatním prostředníkům ve vlastnickém řetězci.⁸⁷⁴ Vůči přímému prostředníkovi věcné oprávnění opravňuje majitele nepřímo držených cenných papírů k nároku na vydání těchto cenných papírů, jež jsou registrovány na účtu u tohoto prostředníka. Ten „*musí zajistit, že cenné papíry držené v hromadné držbě stačí k uspokojení všech práv zákazníků k cenným papírům.*“⁸⁷⁵ Výše popsaná práva majitele nepřímo držených cenných papírů spravovaných prostředníkem v trustu „*vznikají v okamžiku, kdy nepřímo držené cenné papíry jsou připsány na účet majitelova prostředníka [u prostředníka nejbližší vyšší úrovni] a vznikne trust.*“⁸⁷⁶ Vznik těchto práv proto není vázán na to, zda prostředník skutečně zaznamená cenné papíry majitele na jeho účet.⁸⁷⁷

Svazek práv majitele k nepřímo drženým cenných papírů v trustu nezahrnuje právo držby, neboť předměty nehmotného charakteru, jakými jsou nepřímo držené cenné papíry, nejsou podle anglického common law způsobilé být předmětem držby.⁸⁷⁸

⁸⁷³ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, 23. června 2006, str. 14.

⁸⁷⁴ Čl. 2, písm. (d) anglických zásad FMLC.

⁸⁷⁵ Čl. 2, písm. (c), bod (iii) anglických zásad FMLC.

⁸⁷⁶ Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 19.

⁸⁷⁷ Tamtéž, str. 25.

⁸⁷⁸ Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 11 a 25.

Principy práva trustů vyjádřené v anglických zásadách FMLC⁸⁷⁹ chrání nepřímo držené cenné papíry v trustu spravovaném prostředníkem před nároky věřitelů prostředníka v případě prostředníkovy insolvence.⁸⁸⁰ Ochrana konečného majitele účtu principy trustového práva je ovšem podmíněna **oddělením účtů klientů a vlastních účtů prostředníka jak u prostředníka, tak na vyšší úrovni vlastnického řetězce. Bez tohoto oddělení totiž trust nevznikne, a tudíž se nemohou aktivovat ani pravidla chránící nepřímo držené cenné papíry, jež jsou předmětem trustu. Naopak provede-li prostředník zmíněné oddělení klientských a svých účtů, jak mu to ostatně nařizují i regulační pravidla CASS,⁸⁸¹ takto oddělené nepřímo držené cenné papíry klientů budou automaticky vyňaty z insolvenční podstaty prostředníka a rovněž z dosahu jeho věřitelů.⁸⁸² Pokud souhrn nepřímo držených cenných papírů na klientských účtech nestačí k uspokojení všech klientů daného prostředníka, nesou tito klienti ztrátu poměrně; ve zbývající části se řadí mezi nezajištěné věřitele prostředníka.⁸⁸³ K distribuci ztráty vzniklé z nedostatku nepřímo držených cenných papírů na klientských účtech anglické soudy rozvinuly ve své judikatuře tři metody jak tento nedostatek alokovat:⁸⁸⁴ okamžitou poměrnou metodu,⁸⁸⁵ základní poměrnou metodu⁸⁸⁶ a metodu nejnižšího průběžného zůstatku.⁸⁸⁷ Okamžitá poměrná metoda je založena na tom, že zůstatek na účtu je vždy proporčně rozdělen mezi osoby v okamžiku, kdy došlo ke ztrátě cenných papírů**

879 Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 14.

880 Čl. 3 anglických zásad FMLC.

881 Pravidla CASS 2.2.3 a 2.2.5.

882 Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 15.

883 Tamtéž, str. 64.

884 Tamtéž, str. 37.

885 V ang. „*rolling charge method*.“

886 V ang. „*basic pro rata share method*“ (použita anglickým odvolacím soudem ve věci *Re Ontario Securities Commission and Greymac Corp* (1986) 55 OR (2d) 673).

887 V ang. „*lowest intermediate balance rule method*.“ (použita ontarijským odvolacím soudem ve věci *Barlow Clowes International Ltd (in liquidation) v Vaughan* [1992] 4 All ER 22).

na účtu.⁸⁸⁸ Základní poměrná metoda naproti tomu rozděluje ztrátu cenných papírů na účtu poměrně mezi majitele účtu bez ohledu na to, zda vložili na účet své cenné papíry před tím či poté, co došlo k neoprávněnému užití cenných papírů prostředníkem.⁸⁸⁹ Třetí metoda, metoda nejnižšího průběžného zůstatku, je adaptací základní poměrné metody: podle této metody nemůže majitel účtu požadovat více než nejnižší zůstatek, jež se nacházel na účtu během doby, jež byl majitelem účtu.⁸⁹⁰ Z uvedených tří metod by se při alokaci nedostatku nepřímě držených cenných papírů na klientském účtu v současné době v anglickém právu nejpravděpodobněji použila základní poměrná metoda.⁸⁹¹

Oddíl 3 - Právní postavení majitele účtu a charakter jeho práva k nepřímě drženým cenným papírům v českém právu

České právo pojmově rozlišuje práva z cenných papírů a práva k nepřímě drženým cenným papírům. Po přijetí základní právní úpravy cenných papírů po roce 1989 bylo právo majitele účtu k zaknihovanému cennému papíru evidovanému na tomto účtu označováno za právo majetkové, a to zejména na základě znění zákona o cenných papírech, který systematicky používal pojem

⁸⁸⁸ Každá z osob X,Y,Z složí na účet k prostředníkovi 20 cenných papírů. Z tohoto celkového počtu 60 cenných papírů prostředník neoprávněně použije k obchodům na vlastní účet 45 cenných papírů, takže na účtu zbyde zůstatek 15 cenných papírů. Osoby A a B poté vloží na účet dalších 30, resp. 20 cenných papírů. Následně se prostředník ocitne v insolenci a dojde ke zjištění, že na účtu chybí 45 cenných papírů. Podle okamžité poměrné metody obdrží každá z osob X,Y,Z 5 cenných papírů, neboť okamžitý zůstatek na účtu v momentě zneužití prostředníkem byl 15 cenných papírů. Naproti tomu osobám A a B bude vrácen vklad jejich cenných papírů v plné výši, neboť své cenné papíry vložili na účet, až poté, co došlo k situaci, kdy na účtu nebyl vykazován celkový zůstatek ekvivalentní počtu cenných papírů na něj vložených.

⁸⁸⁹ Vycházíme-li z předchozího příkladu podle základní poměrné metody bude ztráta 45 cenných papírů na účtu rozdělena mezi všech pět osob v poměru k výši vkladů jednotlivých osob.

⁸⁹⁰ Vycházíme-li opět z předchozího příkladu podle metody nejnižšího průběžného zůstatku každá z osob X,Y,Z nemůže nárokovat více než 15 cenných papírů přesto, že na účtu se nachází v okamžiku insolvence dohromady 65 cenných papírů. To vyplývá ze skutečnosti, že v době, kdy došlo ke zneužití nebylo na účtu více než 15 cenných papírů a z důvodu zastupitelnosti nebylo možno zjistit čí cenné papíry prostředník použil. Zbývajících 20 cenných papírů bude rozděleno v poměru tři ku dvěma osobám A a B, tzn. 12 pro osobu A a 8 pro osobu B.

⁸⁹¹ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímě držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, 23. června 2006, str. 37.

majitel cenných papírů.⁸⁹² K obratu v tomto pojetí došlo po několika novelizacích uvedeného zákona, které jednak zavedly možnost analogického použití ustanovení o věcech movitých na cenné papíry, včetně cenných papírů zaknihovaných, a jednak nahradily termín „majitel cenných papírů“ termínem „vlastník cenných papírů.“ Na základě této změny bývá dovozováno, že cenné papíry, včetně zaknihovaných, mohou být předmětem vlastnického práva, jakož i práva držby, a že s nimi může být nakládáno, jako by se jednalo o předměty věcných práv.

Prvním argumentem podporující tezi, že zaknihovaný cenný papír může být způsobilým předmětem vlastnického práva, je skutečnost, že občanský zákoník mluví o vlastnickém právu k předmětu občanskoprávních vztahů, nikoli o vlastnickém právu k věci.⁸⁹³ Tudíž teoreticky nic nebrání tomu, aby způsobilým předmětem vlastnického práva byl jakýkoli předmět občanskoprávních vztahů; tedy nejen věc, ale i jiná majetková hodnota, k níž se počítá zaknihovaný cenný papír. Za druhé, právo k zaknihovanému cennému papíru vykazuje základní prvky vlastnického práva, neboť ho lze držet, byť nepřímo, prostřednictvím prostředníka, požívat jeho plody a užitky, tzn. pobírat výnosy z cenného papíru, a nakládat s ním jako s věcí, tzn. převádět na jiné osoby, či poskytovat jako předmět zajištění. Za třetí je uváděno, že právo k zaknihovanému cennému papíru má povahu práva absolutního, neboť všichni mají povinnost nezasahovat do výkonu práva konečného vlastníka k cennému papíru.⁸⁹⁴

Jakkoli se podle současného znění příslušných ustanovení týkajících se zaknihovaných cenných papírů může zdát kvalifikace práva majitele účtu k zaknihovanému cennému papíru evidovaném na tomto účtu jako práva vlastnického neoddiskutovatelná, nelze nevidět, že tato kvalifikace s sebou nese zásadní problémy, a to jak v rovině teoretické, tak v rovině praktické. Především, u vlastnictví zaknihovaného cenného papíru chybí základní právní atribut

⁸⁹² Vrchní soud v Praze, rozsudek ze dne 24.03.1998, spis. zn. 5 Cmo 423/97, publikováno: Soudní rozhledy, SR 9/1998 str. 234 (LEXDATA).

⁸⁹³ § 123 ObčZ: Vlastník je v mezích zákona oprávněn předmět svého vlastnictví držet, užívat, požívat jeho plody a užitky a nakládat s ním.

vlastnického práva, jímž je přímé právní panství nad věcí.⁸⁹⁵ Krom toho, toto vlastnické právo - z povahy zaknihovaného cenného papíru - nemůže obsahovat právo zaknihovaný cenný papír užívat (*ius utendi*) ani ho zničit (*ius abutendi*). Jak bylo uvedeno výše, zaknihovaný cenný papír je představován elektronickým záznamem v evidenci cenných papírů, které není ničím jiným než informací zaznamenanou v paměti počítače, jež je převedena do smyslově vnímatelné podoby pomocí softwarového programu. Kvalifikovat právo k informaci zaznamenanou v paměti počítače jako právo vlastnické, je absurdní, neboť informace v paměti počítače nejsou způsobilým předmětem vlastnického práva. I kdybychom abstrahovali od této faktické skutečnosti a pojímali záznam na účtu cenných papírů pouze jako informaci o existenci určité majetkové hodnoty⁸⁹⁶ odpovídající například tržní hodnotě akcie kotované na organizovaném trhu, je obtížně obhajitelné, tvrdit, že se vlastnické právo konečného majitele účtu se vztahuje k této abstraktní majetkové hodnotě, a že vlastník zaknihovaného cenného papíru je vlastníkem „ekonomické hodnoty.“ Krom toho, může-li na jednu stranu vlastnické právo existovat pouze vůči samostatnému individuálně existujícímu předmětu, a nikoli k prostorově neohrazenému nehmotnému souhrnu zastupitelných předmětů, nelze právo k zaknihovaným cenným papírům konstruovat jako právo vlastnické, neboť zaknihované cenné papíry jsou právě takovým souhrnem. Všichni koneční majitelé účtů zaknihovaných cenných papírů, jejichž prostředník nebude evidovat jejich cenné papíry odděleně od zaknihovaných cenných papírů ostatních klientů na všech úrovních, budou disponovat pouze právem podílu na společném majetku tvořeného zastupitelnými zaknihovanými cennými papíry ve výši jejich součtu jmenovitých hodnot či kusů zaknihovaných cenných papírů u prostředníka vedených. Jelikož zákon výslovně vylučuje použití ustanovení o spoluvlastnictví v této situaci,⁸⁹⁷ nebude možno právo v podobě uvedeného nominálního podílu na určitém souhrnu zastupitelných

894 Elek, Š.: op. cit. pozn. č. 398, str. 443.

895 Kříž, R.: op. cit. pozn. č. 408.

896 Švestka, J., in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M.: op. cit. pozn. č. 391, str. 355 - 356.

897 § 34, odst. 3 ZCP.

zaknihovaných cenných papírů evidované prostředníkem kvalifikovat jako spoluvlastnický podíl. Půjde tedy o jakýsi „*nezařazený*“ typ práva zahrnující, jak závazkové, tak věcné aspekty.⁸⁹⁸ Obdobný charakter má i právo majitele podílového listu k podílovému fondu.⁸⁹⁹

Zhodnotíme-li argumenty pro kvalifikaci práva k zaknihovanému cennému papíru jako práva vlastnického a argumenty proti této kvalifikaci, nelze se ubránit dojmu, že kvalifikace tohoto práva jako práva vlastnického v mnoha ohledech natolik kulhá, že toto právo nelze považovat za právo vlastnické. Právo k zaknihovanému cennému papíru je proto nutno i v českém právu charakterizovat jako zvláštní právo *sui generis* s prvky věcnými i závazkovými, které si říká o zvláštní samostatnou úpravu. Umožnění analogické aplikace ustanovení o věcech movitých na cenné papíry je zejména vzhledem k zaknihovaným cenným papírům nouzovým řešením. Zatímco u listinných cenných papírů má uvedená analogie zřejmé výhody, u zaknihovaných cenných papírů přináší více otázek než odpovědí. Tento závěr není nijak překvapující, neboť obdobné problémy lze vysledovat i v právních řádech, které zvolily částečně analogický přístup jako právní řád český. Takovým právním řádem je například právní řád francouzský. Ten se vydal cestou zákonné dematerializace cenných papírů, avšak neprovedl komplexní úpravu vztahů k tomuto novému předmětu soukromoprávních vztahů, a neřešené otázky se snaží řešit analogiemi s listinnými cennými papíry. Alternativním příkladem, jehož celková koncepce nepřímě držených cenných papírů by neměla být následována, je právní řád německý či rakouský; ty se rovněž snaží o analogickou aplikaci věcných práv na nepřímě držené cenné papíry, tj. předměty, jež sice odmítají kvalifikovat jako věci, avšak vzhledem k absenci pravidel o nakládání s jinými předměty než jsou věci, jsou nuceny na tyto předměty aplikovat režim věcných práv. To však nic nemění na tom, že by si v českém právním řádu zaknihované cenné papíry a práva k nim zasloužily zvláštní pravidla týkající se dispozic s těmito cennými papíry stejně jako

⁸⁹⁸ Elek, Š.: op. cit. pozn.č. 213, str. 1058.

⁸⁹⁹ § 6, odst. 2 ZKl.

existují zvláštní pravidla pro nakládání s byty a nebytovými prostory a s nehmotnými statky.

Další dílčí oblastí, jež by z vyžadovala urychlenou nápravu, neboť je zdrojem značného právního rizika, je použití formulace „*vlastník investičního nástroje*“ v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu.⁹⁰⁰ Tato formulace vytváří na první pohled dojem, že je možno získat vlastnické právo ke všem druhům investičních nástrojů, tj. i k těm, na něž se ani analogicky nepoužije dispoziční režim věcí movitých, jako jsou například deriváty. Vzhledem k tomu, že deriváty mohou být z právního pohledu buď pohledávkami či závazky, dovedeno *ad absurdum* je možno tvrdit, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu připouští vznik vlastnického práva k pohledávkám – což by ještě právně teoreticky bylo možno zdůvodnit, ač se o tom v českém právu zatím nikdo nepokusil⁹⁰¹ -, ale i k závazkům, resp. dluhům, což je závěr právně naprosto nesmyslný. Tento zákonodárcův lapsus zřejmě pramení z nepochopení vztahů mezi pojmy investičního nástroje a cenného papíru. Tyto pojmy se sice obsahově do jisté míry prolínají – určité druhy cenných papírů jsou investičními nástroji – , nicméně není možné je volně zaměňovat. Vymezení pojmu investičního nástroje podle českého práva vychází původně z transpozice pojmu finančního nástroje obsaženém ve směrnici o investičních službách v oblasti cenných papírů,⁹⁰² a po jejím zrušení ze směrnice o trzích finančních nástrojů⁹⁰³ a ze směrnice o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem.⁹⁰⁴ Jelikož prvotní účel těchto směrnic je veřejnoprávního charakteru, tj. zajistit fungování vnitřního trhu, dohled nad poskytovateli

⁹⁰⁰ § 94, odst. 3 ZPKT.

⁹⁰¹ Ve francouzské právní teorii Ginossar, Sh.: *Droit réel, propriété et créance - élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, 1960, Paris.

⁹⁰² Směrnice 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů, Úř. věst. L 141, 11.6.1993, s. 27 (zvláštní vydání v českém jazyce kapitola 6, svazek 2, str. 43).

⁹⁰³ Směrnice 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, Úř. věst. L 145, 30.4.2004, s. 41 (zvláštní vydání v českém jazyce kapitola 6, svazek 7, str. 263)

⁹⁰⁴ Směrnice 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu), Úř. věst. L 96, 12.4.2003, str. 21.

investičních služeb a ochranu investorů⁹⁰⁵ a vzhledem k tomu, že klasifikace cenných papírů do těchto směrnic byla zařazena především za účelem sjednocení a vymezení rozsahu investičních služeb⁹⁰⁶ nelze pojem finančního, resp. investičního nástroje, bez dalšího „*volně přesadit*“ do soukromoprávní oblasti a zacházet s ním stejně jako s pojmem cenného papíru a navíc ho učinit předmětem věcných či jiných práv. Bohužel český zákonodárce tuto podstatnou odlišnost přehlédl a převedl pojem investičního nástroje „*jak stojí a leží*“ do soukromoprávní oblasti. Autoři Dědič a Čech se snaží důsledky tohoto zákonodárcova omylu alespoň částečně zmírnit tvrzením, že zákonodárce pravděpodobně nezamýšlel derogovat ustanovení občanského zákoníku týkající se věcných práv a předmětů způsobilých být objekty těchto práv, ani převrátit naruby dosavadní doktrínu, jež obecně nepřipouští možnost existence vlastnického práva k pohledávkám. V důsledku toho tito autoři uvádějí, že z investičních nástrojů uvedených v ustanovení odstavce 1 § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu mohou být předmětem vlastnického práva pouze cenné papíry, [tj. investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování a určité nástroje peněžního trhu] a peníze.⁹⁰⁷ S tímto závěrem lze souhlasit, co se týče cenných papírů, avšak nikoli, co se týče peněžních prostředků.⁹⁰⁸

Konečně, pokud jde o právo držby k zaknihovaným cenným papírům, přesto, že právo držet předmět vlastnictví tvoří součást vlastnického práva, toto právo je oddělitelné od práva vlastnického. Vlastník určitého předmětu, tak nemusí být nutně také jeho držitelem. Určení subjektu práva držby je zvláště aktuální u práva k nepřímo drženým cenným papírům, neboť už označení tohoto předmětu práv naznačuje, že držba bude v tomto ohledu mít své významné místo. Z povahy

⁹⁰⁵ První a druhé návěti preambule směrnice 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů a návěti (2) a (31) preambule směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů.

⁹⁰⁶ Třetí a deváté návěti preambule směrnice o investičních službách a druhé návěti preambule směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů.

⁹⁰⁷ Dědič, J., Čech P.: op. cit. pozn. č. 157, str. 1 - 7.

⁹⁰⁸ K otázce nezpůsobilosti hotovostních peněžních prostředků být investičním nástrojem, resp. zaknihovaným investičním nástrojem, více výše část druhá, díl druhý, oddíl 1, kapitola 1.

nepřímo drženého cenného papíru, jak byla popsána výše, totiž vyplývá, že tento cenný papír bude vždy evidován u prostředníka. Prostředník je osoby odlišnou od osoby vlastníka tohoto cenného papíru, přičemž tento cenný papír vlastníka bude mít vždy pod svou faktickou kontrolou. Chybí-li vlastníkovi přímá držba, je třeba se ptát, zda mu může mu svědčit právo nepřímé držby, tj. držba prostřednictvím jiné osoby. Vzhledem k tomu, že prostředník je touto „jinou osobou,“ jež opatruje nepřímo držené cenné papíry pro konečného vlastníka, lze uzavřít, že vlastník zaknihovaného cenného papíru má k zaknihovanému cennému papíru právo nepřímé držby.

Ocitne-li se prostředník zajišťující hromadnou úschovu zastupitelných cenných papírů, včetně zaknihovaných, v insolvenci, nejsou tyto cenné papíry součástí jeho insolvenční podstaty. Po prohlášení konkursu je insolvenční správce povinen učinit potřebná opatření k vydání těchto cenných papírů a vydat je jednotlivým majitelům účtu v souladu s jejich podíly, jež jsou dány poměrem součtu jmenovitých hodnot zastupitelných cenných papírů jednotlivých majitelů účtu k součtu jmenovitých hodnot všech zastupitelných cenných papírů v hromadné úschově u daného prostředníka.

Díl třetí – Prostředník

Základními dvěma definičními znaky pro jakéhokoli prostředníka, někdy rovněž označovaného jako „custodiána“ či „depozitáře“ či „poskytovatele účtu“⁹⁰⁹ jsou: (i) vedení účtu cenných papírů pro osobu odlišnou od prostředníka a (ii) uskutečňování této činnosti buď v rámci své obchodní, profesní či jiné činnosti.⁹¹⁰ První podmínka znamená, že prostředník musí vést účet cenných papírů pro osobu právně odlišnou od prostředníka. To samozřejmě nevylučuje, aby prostředník vedl

⁹⁰⁹ Návrh oficiálního komentáře, str. 6.

⁹¹⁰ Čl. 1 písm. d) Ženevské úmluvy: „prostředníkem“ se rozumí jakákoli osoba (včetně centrálního depozitáře), která v rámci své profesní činnosti nebo soustavným způsobem vede účet cenných papírů na účet třetí osoby, případně pro sebe, a v tomto postavení jedná; čl. 1 písm. c) Haagské úmluvy: „prostředníkem“ se rozumí osoba, která v rámci své obchodní činnosti nebo jiné soustavné činnosti vede účet cenných papírů pro jiné nebo jak pro jiné, tak pro sebe a v tomto postavení též jedná.

účet cenných papírů i pro sebe za účelem investování na vlastní účet. Nicméně, pokud osoba povede účet cenných papírů pouze pro své vlastní účely, a nikoli rovněž pro osoby od ní odlišné, nebude se jednat o prostředníka. Prostředníkem proto zpravidla nebude osoba, která povede účty cenných papírů pro jednotlivé organizační složky stejné právnické osoby. Prostředníkem však bude osoba, která povede účty cenných papírů pro jiné právnické osoby v koncernu bez ohledu na faktický stupeň propojení mezi takovou právně odlišnou osobou a osobou prostředníka.⁹¹¹

Účelem působení prostředníka v systému nepřímé držby je poskytovat za odměnu služby spojené s úschovou a s obchodováním s cennými papíry.⁹¹² Kromě této role však prostředníci často poskytují další služby, jako například službu investičního poradce či osoby obchodníka s cennými papíry.⁹¹³ Tyto funkce mohou být vykonávány jednou entitou zároveň či každá funkce může být vykonávána nezávisle jinou osobou či jiným útvarem téže osoby. Obecně může být prostředníkem jakýkoli právně způsobilý subjekt práva: fyzická osoba, sdružení, právnická osoba, zahrnující nejrůznější druhy společností, včetně akciové společnosti, společnosti s ručením omezeným či veřejné obchodní společnosti (bez ohledu na to, zda má odlišnou právní subjektivitu od svých společníků), trust, společnost veřejného práva, státní organizace či organizační jednotka státu.⁹¹⁴ Činnost vedení účtu cenných papírů může být jak regulovaná, tak neregulovaná,⁹¹⁵ tj. výkon této činnosti může či nemusí být podřízen zvláštním předpisům stanovícím specifické požadavky na výkon této činnosti či na osoby tyto činnosti vykonávající. Obvykle však činnost vedení účtu cenných papírů nebude „*volnou živností*“ a jak její výkon, tak osoby tuto činnost

⁹¹¹ Návrh oficiálního komentáře, str. 7.

⁹¹² Právní komise (Velká Británie), Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: První seminář: op. cit. pozn. č. 154, str. 17

⁹¹³ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1494.

⁹¹⁴ Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K.: Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených skrz prostředníka: op. cit. pozn. č. 87, str. 33.

⁹¹⁵ Návrh oficiálního komentáře, str. 7.

vykonávající budou podřízeni požadavkům vyplývajících z veřejnoprávních regulatorních norem. V rámci těchto regulatorních norem na úrovni práva EU představuje činnost vedení účtu cenných papírů – v jazyce směrnice o trzích finančních nástrojů *„úschova a správa finančních nástrojů na účet klientů včetně svěřenské správy a souvisejících služeb, jako je správa hotovosti nebo zajištění“* – doplňkovou investiční službu.⁹¹⁶

Přestože se obsahová náplň činnosti vedení účtu cenných papírů bude lišit od jurisdikce k jurisdikci, v zásadě jde o *„činnost spočívající v provádění záznamů za účelem uchovávání a převádění práv k cenným papírům založených na účetních záznamech.“*⁹¹⁷ Tato činnost v sobě bude obvykle zahrnovat úschovu listinných cenných papírů, evidenci nepřímo držených cenných papírů ve formě elektronických záznamů v evidenci cenných papírů (tzv. custody services), provádění dispozičních úkonů prostřednictvím připisování či odepisování cenných papírů z účtů, výběr dividend u emitenta, provádění souvisejících hotovostních operací, výkon práv společníka jménem majitele účtu, je-li zastoupení v tomto ohledu daným právním řádem dovolené atd. Zpracování záznamů týkající se vedení účtu cenných papírů by nemělo poskytovat jakýkoli prostor pro uvážení prostředníka, zda určitý příkaz a jemu odpovídající záznam provede či nikoli; jinak by se totiž mohlo jednat o poradenství či správu investičních nástrojů, jež přísluší vykonávat obchodníkům s cennými papíry či investičním poradcům. Není samozřejmě vyloučeno, aby obchodník s cennými papíry či investiční poradce poskytoval, kromě jiného, služby týkající se vedení účtu cenných papírů, nicméně z regulatorního hlediska je nutno, aby vedení účtu cenných papírů bylo od ostatních činností odlišeno.⁹¹⁸

Vzhledem k tomu, že činnost vedení účtu cenných papírů zpravidla zahrnuje i nutnost nakládat s hotovostními peněžními prostředky, například při distribuci dividend či při vypořádání kupní ceny při prodeji nepřímo držených cenných

⁹¹⁶ Příloha 1, část C směrnice o trzích finančních nástrojů, str. 41.

⁹¹⁷ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1499.

papírů, musí si prostředníci zabezpečit možnost operovat s hotovostním účtem. Prostředníci, kteří nejsou zároveň bankovními subjekty, si proto musí buď dohodou s klientem zajistit oprávnění provádět vklady a inkasní úkony z klientova hotovostního účtu či si musí otevřít zvláštní účet pod svým jménem, kam budou ukládány peněžní prostředky klienta získané pro něho v souvislosti s evidencí nepřímo držených cenných papírů nebo ze kterého budou hrazeny případné koupě cenných papírů pro klienta.⁹¹⁹

Zatímco u listinných cenných papírů bylo možno oddělit obligačně právní postavení prostředníka vyplývající ze smlouvy o úschově a věcně právní postavení vyplývající ze skutečnosti, že majitel měl listinné cenné papíry fyzicky u sebe, u nepřímo držených cenných papírů, jež se vyskytují pouze v podobě elektronických záznamů na účtu, je situace složitější. Tradiční paradigma, jež rozlišovalo v prostředníkovy povinnosti závazkového charakteru - vyplývající ze smlouvy o vedení účtu, tj. závazky s relativními účinky pouze mezi majitelem cenného papíru a prostředníkem - a povinnosti věcně právního charakteru - vyplývající z detence či držby cenného papíru prostředníkem, tj. povinnosti s účinky i vůči třetím stranám - bylo narušeno fenoménem nehmotných nepřímo držených cenných papírů ve dvou směrech: jednak intervencí povinností kogentního charakteru vyplývajících z postavení prostředníka jako osoby provozující činnost regulovanou veřejnoprávními normami, jež jsou vsouvány jak do závazkověprávního, tak do věcněprávního vztahu mezi prostředníkem a majitelem účtu, a jednak samotným nehmotným charakterem nepřímo držených cenných papírů, jež roli prostředníka transformují do role účetního provádějící záznamy v evidencích bez jakéhokoli kontaktu s hmotnými listinami. V tomto kontextu je proto nutné analyzovat toto nové postavení prostředníka a hledat odpověď na otázku, zda lze toto nové postavení stále nazírat prizmatem tradičních

⁹¹⁸ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1495.

⁹¹⁹ Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. str. 109.

konceptů, jako je například koncept schovatele, či zda je třeba použít koncepty nové, jakým je například „*osoba vedoucí účet*” podle francouzského práva.⁹²⁰

Oddíl 1 - Funkční analýza postavení prostředníka

Soubor práv majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům vedeným na účtu u prostředníka se sestává (i) z práva vykonávat práva spojená s cenným papírem, tzn. z práva na užitky z nepřímo držených cenných papírů a z práva uplatňovat hlasovací a jiná práva s cennými papíry spojená, dále (ii) z práva nakládat s cenným papírem s ať už ve formě převodu či využití nepřímo drženého cenného papíru k zajištění svých závazků, a konečně (iii) z práva přeměnit podobu nepřímo drženého cenného papíru do jiné podoby, například listinné. Těmto právům odpovídají korespondující povinnosti prostředníka, a to především povinnosti (i) umožnit majiteli účtu získat výnosy z cenných papírů a uplatnit hlasovací a jiná práva, (ii) provést příkazy majitele směřující k převodu cenných papírů nebo k poskytnutí cenných papírů jako předmětu zajištění, (iii) převést nepřímo držené cenné papíry do jiné podoby atd. Nicméně, aby majitel účtu mohl zmíněná práva vykonávat, je třeba zajistit integritu nepřímo držených cenných papírů. Jinými slovy, je třeba zabránit prostředníkovi, aby nezneužil skutečnosti, že má majitelovi nepřímo držené cenné papíry ve své moci, a tyto cenné papíry nepoužil k obchodům na svůj vlastní účet. Rovněž je nutno zajistit, aby tyto cenné papíry neztratil, tj. v případě nepřímo držených cenných papírů nezpůsobil neseznatelnost práv jednotlivých majitelů nedbalým vedením záznamů o nepřímo držených cenných papírech či svěřením vedení evidence jiné k tomuto účelu nezpůsobilé osobě.

Prezentace práv a povinností jednotlivých subjektů nepřímé držby je založena na vymezení těchto práv a povinností provedené Ženevskou úmluvou UNIDROIT, neboť toto vymezení představuje v současné době nejlepší syntézu jednotlivých prvků vztahu majitele účtu a prostředníka. Tato syntéza je nezávislá na

⁹²⁰ Ve fr.: „*teneur-conservateur de compte*.”

specifických pohledech jednotlivých právních řádů, jež by mohly tendenčně zkreslovat pojetí vztahu mezi majitelem účtu a prostředníkem.

Povinnost prostředníka mít k dispozici potřebné množství aktiv odpovídající záznamům na klientských účtech je úhelným kamenem celého systému nepřímé držby. Účelem povinnosti držet aktiva odpovídající záznamům na účtech cenných papírů vedených pro klienty je zajistit, aby majitelovo právo k nepřímo drženému cennému papíru nebylo pouze prázdňným právním pojmem, ale aby obsahovalo skutečnou ekonomickou hodnotu. Splnění povinnosti mít ve svém majetku dostatečné množství disponibilních finančních aktiv odpovídající součtu záznamů na účtech cenných papírů vedených pro klienty je sice podmínkou nutnou pro zajištění existence práv majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům, avšak nikoli podmínkou dostatečnou. Aby tato práva majitele účtu byla plnohodnotná, je třeba, aby cenné papíry v majetku prostředníka či záznamy na vyšší úrovni vlastnického řetězce byly přiřaditelné záznamům na účtech klientů tohoto prostředníka. Není náhodou, že nezanedbatelné množství případů týkajících se nepřímo držených cenných papírů, jež vyústily v soudní řešení, vyplývalo právě z porušení povinnosti identifikace nepřímo držených cenných papírů klientů prostředníkem a následných škod.⁹²¹

(1) *Povinnost držet disponibilní cenné papíry odpovídající záznamům na účtu cenných papírů ve prospěch majitele účtu*

Povinnosti prostředníka držet disponibilní cenné papíry odpovídající záznamům na účtu cenných papírů ve prospěch majitele účtu, a tak zajistit „*shodu jedna ku jedné mezi cennými papíry, jež drží, a nároky oprávněných majitelů*“⁹²² je zásadním požadavkem determinujícím funkčnost jakéhokoli systému nepřímé držby. Formulace povinnosti prostředníka vymezená v odstavci 1 článku 24 Ženevské úmluvy UNIDROIT „*pro každý druh cenných papírů mít či držet*

⁹²¹ Velká Británie: věc *Hunter vs. Moss* ([1993] 1 WLR 934); Francie: věc *Tuffier* (Cass. Crim. 30. května 1996, Bull. criminel 1996 n°224, str. 625).

⁹²² Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1450.

disponibilní cenné papíry a nepřímo držené cenné papíry v celkovém počtu či v hodnotě rovnající se celkovému počtu či hodnotě cenných papírů stejného druhu připsaných (a) na účet cenných papírů, který spravuje pro jiné majitele účtu, a (b) v případě nutnosti, na účet cenných papírů držených pro sebe“ doplněná v odstavci 3 stejného článku o povinnost prostředníka, jež se ocitl v situaci, kdy tuto povinnost nesplňuje, přijmout v časovém horizontu stanoveném příslušným právním řádem opatření vedoucí ke splnění této povinnosti, adekvátně vystihuje podstatu tohoto centrálního stavebního kamene nepřímé držby. Více méně obdobně je tato povinnost formulována i v právních řádech založených na dualistickém konceptu nepřímo držených cenných papírů, jako je právní řád švýcarský, americký či anglický.⁹²³

Povinnost zajistit shodu jedna ku jedné mezi záznamy na účtu klientů a počty cenných papírů či spravovaných pro klienty platí na všech úrovních vlastnického řetězce. Tato shoda musí být zajištěna jak ve vztahu mezi konečným majitelem účtu a prostředníkem, tak ve vztahu mezi prostředníkem a centrálním depozitářem. Splnění této povinnosti lze ilustrovat následovně: má-li majitel u prostředníka záznam na účtu odpovídající vlastnictví – ať už právnímu, ekonomickému či *sui generis* – 1000 akcií společnosti X, musí být, za předpokladu, že tento prostředník má pouze tohoto klienta, na účtu vedeném na vyšší úrovni – ať už se jedná o vlastnický účet konečného majitele či zákaznický či vlastní účet prostředníka – rovněž záznam ve výši 1000 akcií společnosti X; má-li uvedený prostředník dva takovéto klienty, přičemž na účtu je ve prospěch každého z nich uvedeno 1000 akcií, musí tento prostředník na vyšší úrovni zajistit vzhledem k těmto klientům a jejich cenným papírům existenci záznamu či záznamů ve výši 2000 akcií společnosti X. Není rovněž vyloučeno, aby prostředník disponoval 2000 akcií společnosti X v listinné podobě.⁹²⁴

⁹²³ Švýcarsko: čl. 11, odst. 1 švýcarského LTI; Velká Británie: čl. 2, písm. c), bod (ii) a (iii) anglických zásad FMLC; Spojené státy americké: § 8-504 UCC.

⁹²⁴ Takovýto způsob držby bude ovšem relevantní v případě, že daný právní řád připouští existenci listinných cenných papírů a stanovy či emisní podmínky společnosti X listinnou

Přestože většina právních řádů vyžaduje, aby se povinnost „*párování jedna ku jedné*“ odehrávala mezi zastupitelnými cennými papíry, Ženevská úmluva UNIDROIT o zastupitelnosti nemluví, nýbrž tento termín opisuje výrazem „*cenné papíry stejného charakteru*“ (doslova „*stejného popisu*“), ač tímto termínem myslí právě zastupitelnost. Obecně se kritérium zastupitelnosti liší v závislosti na typu cenného papíru: zastupitelnými akciemi se rozumí akcie stejného druhu, tj. že s těmito akciemi jsou spojena stejná práva, u dluhopisů dluhopisy stejné denominace, ve stejné měně, u podílových listů fondů kolektivního investování atd. Tato kritéria ovšem mohou být zúžena právním řádem, stanovami či emisními podmínkami emitenta. Rovněž pojem zastupitelnosti může být definován v různých právních řádech různě v závislosti na požadované míře individualizace: za zastupitelné tak mohou a nemusí být považovány cenné papíry stejné emise, avšak jinak číselně označené či cenné papíry různých emisí stejného emitenta⁹²⁵ či cenné papíry různých emisí stejného emitenta v odlišné podobě.⁹²⁶

Jak napovídá vymezení povinnosti udržovat odpovídající počet cenných papírů či jiných finančních aktiv vůči záznamům na majitelově účtu, prostředník může splnit tuto povinnost tím, že bude cenné papíry či finanční aktiva „*mít*“ či „*držet*.“ Výrazy „*mít*“ či „*držet*“ neodkazují na právo vlastnické či právo držby prostředníka k těmto cenným papírům či finančním aktivům, nýbrž funkčně vymezují způsob splnění této povinnosti. V určitých právních řádech prostředník má k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu určitý druh vlastnického práva či práva držby; v jiných právních řádech však prostředník k těmto cenným papírům žádné věcné právo či oprávnění nemá, nýbrž pouze zajišťuje, aby cenné papíry majitele účtu ve formě záznamu na účtu odpovídaly záznamům na účtu u prostředníka na nejbližší vyšší úrovni či u centrálního depozitáře.⁹²⁷

podobu nevylučují, a že převod práv k listinným papírům společnosti X lze provést prostřednictvím záznamu na účtu cenných papírů.

925 Za předpokladu, že ostatní parametry cenných papírů těchto různých emisí zůstávají nezměněné.

926 Idem.

927 Návrh oficiálního komentáře, str. 112.

(2) *Povinnost oddělení nepřímo držených cenných papírů majitelů od vlastních nepřímo držených cenných papírů prostředníka či jiná řešení*

Povinnost mít či držet disponibilní cenné papíry odpovídající záznamům na účtu cenných papírů ve prospěch majitele účtu lze realizovat několika způsoby: metodou alokační, metodou segregační či kombinací metody alokační a segregační.

Segregační metoda se opírá o opačný princip než metoda alokační a vychází nikoli z veřejnoprávního, nýbrž ze soukromoprávního vlastnického základu. Segregační model vyžaduje u prostředníka striktní oddělení cenných papírů či práv k nim náležejícím klientům prostředníka a prostředníkovi samotnému. Toto oddělení se projevuje existencí dvou různých typů účtů cenných papírů, jež prostředník musí zřídit u svého přímého prostředníka: účtu evidujícího nepřímo držené cenné papíry náležející klientům – ať už ve formě omnibus účtu či jednotlivých účtů „na jméno“ každého jednotlivého klienta –, a účtu, kde jsou zapsány cenné papíry či nepřímo držené cenné papíry ve vlastním majetku prostředníka. Tímto způsobem jsou oddělena vlastnická práva klientů a vlastnická práva prostředníka. K transferu práv k nepřímo drženým cenným papírům mezi prostředníkem a jeho klienty může dojít v zásadě pouze soukromoprávními způsoby nabytí, jako je koupě/prodej či v důsledku realizace zajištění. Jinak je hráz mezi právy klienta k nepřímo drženým cenným papírům a právy prostředníka neprostupná. Dojde-li jakkoli k situaci, kdy prostředník po dobu delší než přechodnou, není schopen zajistit, aby se na účtu u jeho přímého prostředníka nalézaly nepřímo držené cenné papíry minimálně ve výši odpovídající součtu cenných papírů všech klientů vedených na účtu u tohoto prostředníka, nelze použít k doplnění tohoto rozdílu příslušné zastupitelné cenné papíry ve vlastním majetku prostředníka. Uplatnění segregační metody lze najít například v anglickém právu.⁹²⁸

⁹²⁸ Podrobněji níže v tomto díle, oddíl 2, kapitola 4.

Alokační metoda je vymezena v článku 10, odst. 2, písmeno b) Ženevské úmluvy UNIDROIT, kde je prezentována jako povinnost prostředníka přiřadit cenné papíry a nepřímo držené cenné papíry k právům majitelů účtů u tohoto prostředníka zřízených za účelem jejich vynětí z dosahu věřitelů prostředníka; toto vymezení je dále rozvedeno v článku 25 Úmluvy, který omezuje povinnost přiřazení do rámce jednotlivých kategorií zastupitelných cenných papírů. Alokační metoda vychází z premisy, že prostředník má na vyšší úrovni pouze jeden omnibus účet, kde se nacházejí cenné papíry, jež zahrnují jak nepřímo držené cenné papíry klientů, tak vlastní cenné papíry prostředníka. Cenné papíry klientů a prostředníka na tomto účtu nejsou odděleny, což má za následek smísení zastupitelných cenných papírů jednotlivých klientů a prostředníka. Alokační metoda nevychází z tradičních věcněprávních konceptů, a proto pro své uplatnění vyžaduje existenci zvláštních norem zpravidla veřejnoprávního charakteru, které umožňují flexibilní změnu subjektu práv k cenným papírům mimo tradiční soukromoprávní způsoby. Alokační metoda je postavena na nevyvratitelné právní domněnce, že veškeré cenné papíry či oprávnění v majetku prostředníka náležejí klientům prostředníka. V případě nedostatku cenných papírů či insolvence prostředníka budou zastupitelné cenné papíry vedené na účtu prostředníka, automaticky přiřazeny ve prospěch jeho klientů, a tím pádem vyňaty z jeho jmění či insolvenční podstaty. Právními řády, jež používají alokační metodu, jsou například právní řád německý či rakouský.⁹²⁹

Alokační metoda může být ilustrována na příkladu, kdy prostředník vede účty pro dva klienty, v jejichž prospěch eviduje pro každého na jeho účtu 200 akcií společnosti X. Má-li tento prostředník na vlastním účtu u svého prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce registrováno 400 akcií společnosti X, bude všech 400 akcií tohoto prostředníka přiřazeno v prospěch jeho klientů v poměru 200 akcií pro každého z nich; bude-li však mít tento prostředník na uvedeném účtě vyšší úrovně zapsáno ve svůj prospěch 450 akcií společnosti X, bude za stejných okolností těchto přebývajících 50 akcií alokováno do vlastního

⁹²⁹ Podrobněji níže v tomto díle, oddíl 2, kapitola 2.

majetku prostředníka. Alokace nepřímo držených cenných papírů registrovaných ve prospěch prostředníka na účtu na vyšší úrovni vlastnického řetězce ve prospěch jeho klientů se však uskuteční pouze za předpokladu, že tyto nepřímo držené cenné papíry budou zastupitelné s nepřímo drženými cennými papíry klientů. Jinými slovy, budou-li mít výše uvedení klienty registrováni u prostředníka každý 200 akcií společnosti X, avšak prostředník bude mít na vyšší úrovni zapsáno na účtu 400 akcií společnosti Y, nelze alokovat posléze uvedené akcie ve prospěch klientů prostředníka.

Rozdíl mezi segregací metodou a alokační metodou je patrný na následujícím příkladu: vede-li prostředník účty cenných papírů pro dva klienty, kteří mají každý na účtu u tohoto prostředníka zaznamenáno 200 akcií společnosti X, a ocitne-li se tento prostředník v insolvenci, přičemž na svém zákaznickém účtu vedeném pro tyto klienty má zaznamenáno méně než 400 akcií společnosti X, nebude v rámci segregací metody možno použít – na rozdíl od metody alokační – k doplnění vzniklého nedostatku na zákaznickém účtu cenné papíry či oprávnění nalézající se ve vlastním majetku prostředníka.

Segregačně-alokační metoda - jak napovídá její název je kombinací metody segregací a metody alokační. Tato metoda vychází ze segregací metody, neboť nařizuje prostředníkům zajistit oddělení cenných papírů klientů od svých cenných papírů na všech úrovních. Takto podobně jako metoda segregací má být zabráněno nedostatku nepřímo držených cenných papírů na klientském účtu. Nicméně, pokud takový nedostatek nastane, uplatní se princip alokační metody, a příslušné zastupitelné cenné papíry ve vlastním majetku prostředníka se automaticky přiřadí ve prospěch jeho klientů. Segregačně alokační metoda tak zajišťuje nejsilnější ochranu pro majitele účtu, neboť kombinuje prvky ochrany investora obsažené ve věcněprávním segregacím modelu a regulatorním alokačním modelem.

Například, má-li prostředník – stejně jako v předchozím případě – dva klienty, a každý z těchto klientů má na svém účtu u tohoto prostředníka připsáno 200 akcií

společnosti X, musí mít tento prostředník na vyšší úrovni zřízen oddělený účet pro tyto zákazníky, který musí vždy vykazovat minimální saldo 400 akcií společnosti X. Klesne-li toto saldo na delší než dovolenou dobu pod tuto minimální hodnotu, je ve prospěch klientů automaticky alokováno z vlastního účtu prostředníka 400 akcií společnosti X. Tam, kde by došlo při použití čisté segregační metody ke ztrátě, která by musela být nesena poměrně klienty, kteří se na vytvoření ztráty nijak nepodíleli, kompenzuje segregačně alokační metoda tyto klienty na úkor prostředníka, který v drtivé většině případu bude původcem uvedeného nedostatku na klientských účtech. Prolomení absolutních věcných práv prostředníka v poslední instanci alokační metodou je činěno ve jménu principu presumované odpovědnosti prostředníka.

(3) *Právo prostředníka užívat nepřímo držené cenné papíry konečného majitele*

Právo prostředníka užívat nepřímo držené cenné papíry konečného majitele účtu je relativně novým jevem, který reaguje na rozšíření tržních praktik označovaných jako „*půjčování cenných papírů*.“⁹³⁰ Vzhledem k tomu, že půjčování cenných papírů je ekonomicky žádoucí, neboť přispívá k větší efektivitě a nižší volatilitě finančních trhů, je nejen v zájmu účastníků finančních trhů, ale i v obecném zájmu, aby tržní praktiky spočívající v půjčování cenných papírů fungovaly na jasném právním základě.⁹³¹ Obecný pojem půjčování cenných papírů zahrnuje několikero různých typů právních úkonů, zejména půjčku cenných papírů, repo smlouvu, zpětný odkup cenných papírů či akciový swap.⁹³² Společným principem těchto úkonů je, že prostředník převádí vlastnické právo k určitému počtu cenných papírů na další osobu, která se zavazuje, že v určitý okamžik převede vlastnictví ke stejnému počtu zastupitelných cenných papírů zpět na prostředníka. Vzhledem k tomu, že při většině těchto úkonů dochází k přechodu vlastnictví cenných

⁹³⁰ Rayroux, F.: *Securities Lending in Journée 2002 de droit bancaire et financier*, Bern 2003, str. 81.

⁹³¹ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 56.

⁹³² Rayroux, F.: op- cit. pozn. č. 930, str. 81.

papírů, je třeba, aby prostředník získal právo vlastnictví od konečného majitele účtu k nepřímo drženým cenným papírům vedeným na účtu u tohoto prostředníka a aby toto vlastnické právo mohl v rámci zmíněného půjčování přenášet na další osoby. To samozřejmě představuje riziko pro konečného majitele účtu, neboť souhlas tohoto majitele s užíváním nepřímo držených cenných papírů prostředníkem vede nevyhnutelně ke ztrátě jeho vlastnického práva, resp. k přeměně na právo na vydání nepřímo držených cenných papírů, jež je ovšem pouze závazkového charakteru.⁹³³ Problematika práva užívat nepřímo držené cenné papíry vyvstává rovněž v případě zástavního práva.

Pro termín půjčování cenných papírů se v některých jurisdikcích používá termín užívání cenného papíru. Tyto termíny jsou v zásadě ekvivalentní. Užíváním nepřímo držených cenných papírů je proto třeba rozumět, nikoli užívací právo v tradičním právním slova smyslu, nýbrž užívání ve smyslu jazyka finančních trhů, tzn. jako právo použít nepřímo držené cenné papíry majitele účtu k půjčování cenných papírů⁹³⁴ či jako předmět zajištění. Pokud prostředník od majitele účtu právo užívání nepřímo držených cenných papírů majitele na základě jeho souhlasu tohoto získá, charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům projde kvalitativní změnou, jež je ve všech zkoumaných právních řádech obdobná. Všechny zkoumané právní řády rovněž víceméně uniformně regulují akt souhlasu konečného majitele účtu s užíváním jeho nepřímo držených cenných papírů prostředníkem.

Souhlas konečného majitele účtu s užitím nepřímo držených cenných papírů prostředníkem musí být obvykle učiněn předem, být výslovný a nesmí být obsažen ve všeobecných obchodních podmínkách prostředníka;⁹³⁵ v některých

⁹³³ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 57.

⁹³⁴ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 56 - 57.

⁹³⁵ Podle belgického práva takový souhlas musí být dán v písemné formě a předtím, než prostředník nepřímo držené cenné papíry svého klienta použije (čl. 148 § 3 zákona z 6. dubna 1995). Článek 36 lucemburského zákona z 5. dubna 1993 o finančním sektoru požaduje k takovému úkonu prostředníka pouze souhlas; lucemburská doktrína dovozuje, že takovýto souhlas by měl být výslovný a nikoli součástí všeobecných smluvních podmínek prostředníka (Bourrin, Ph.: op. cit. pozn. 634, str. 1262).

právních řádech tato posléze uvedená podmínka platí pouze, pokud konečný majitel není profesionálním či institucionálním investorem.⁹³⁶ Vedle těchto základních požadavků některé právní řády, jako například právní řád německý či rakouský, vyžadují, aby souhlas s užíváním byl dáván majitelem účtu ke každému úkonu zvlášť.⁹³⁷

Získá-li prostředník od svého klienta souhlas k užívání cenných papírů k obchodům na vlastní účet, stane se z prostředníka fiduciární vlastník nepřímo držených cenných papírů jeho klienta. Paralelně s tím se věcné či *sui generis* právo majitele účtu změní na závazkové právo na vydání nepřímo držených cenných papírů: nepřímo držený cenný papír se v důsledku toho přesune z majetku konečného majitele účtu do majetku jeho přímého prostředníka. Bude-li mít prostředník z věcně právního pohledu ve všech zkoumaných právních řádech obdobné postavení fiduciárního vlastníka, intenzita podrobnosti úpravy povinností vyplývajících z jeho postavení se bude v jednotlivých právních řádech různit. V první řadě se bude lišit pojetí kontinentální a anglosaské: přes zavedení fiducie do některých právních řádů – například ve Francii⁹³⁸ či v Lucembursku⁹³⁹ – nedošlo k transpozici pojmu děleného vlastnictví popsaného výše v rámci anglosaského institutu trustu do kontinentálních právních řádů: vlastnické právo není totiž v rámci „kontinentální“ fiducie rozděleno mezi osobu vlastníka – zřizovatele fiducie a fiduciáře – , nýbrž je převedeno na fiduciáře, včetně práva věc, ke které se vztahuje, užívat či s ní nakládat. Z fiduciářovy povinnosti starat se o věc a po určité době ji vrátit však lze dovodit, že na něj nepřechází právo věc zničit – jeho fiduciární vlastnické právo je tedy vlastnickým právem omezeným či neúplným. To samé ohledně nedělitelnosti vlastnického práva⁹⁴⁰ platí

⁹³⁶ Například čl. 22, odst. 2 švýcarského LTI.

⁹³⁷ § 10, odst. 1 německého DepotG.

⁹³⁸ Zákon 2007-211 z 19. února 2007 zavádějící fiducii („*Loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie*”), J.O. n° 44 du 21 février 2007, str. 3052.

⁹³⁹ Zákon z 27. července 2003 o trustech a fiduciárních smlouvách („*Loi du 27 juillet 2003 relative aux trusts et aux contrats fiduciaires*”), Mémorial A, n° 124 du 3 septembre 2003, str. 2619. Zákon vstoupil v účinnost 7. září 2003.

⁹⁴⁰ Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 264.

v německém právu vzhledem k postavení fiduciárního vlastníka „*Treuhändera*“ v rámci tzv. „*výměnné úschovy*.“⁹⁴¹ Podle rakouského práva se na tzv. „*nepravidelnou úschovu*“,“⁹⁴² kdy prostředník získává vlastnické právo od k nepřímo držným cenným papírům od majitele účtu pohlíží ze smluvně právního pohledu jako na půjčku.⁹⁴³ Obdobné postavení má prostředník v rámci německého WR-systému, kde obhospodařuje práva konečných majitelů účtu k neněmeckým cenným papírům. Nicméně, má-li prostředník na základě postavení fiduciárního vlastníka - „*Treuhändera*“ - časově omezené vlastnické právo k německým nepřímo držným cenným papírům svých klientů, v rámci WR-systému má pouze taková práva, jaká k zahraničním nepřímo držným cenným papírům přiznává rozhodný právní řád. V rámci Treuhandu či WR-systému však prostředník vykonává práva k nepřímo držným cenným papírům vůči třetím stranám i emitentovi svým vlastním jménem.⁹⁴⁴ Podle speciální švýcarské úpravy může prostředník získat od konečného majitele účtu právo užívat jeho nepřímo držné cenné papíry, tj. zejména právo použít nepřímo držné cenné papíry majitele účtu k půjčování cenných papírů⁹⁴⁵ či jako předmět zajištění⁹⁴⁶ za předpokladu, že nepřímo držné cenné papíry klientů oddělí od nepřímo držných cenných papírů ve svém majetku, tzn. že bude držet nepřímo držné cenné papíry klientů, které hodlá užívat, u svého prostředníka na vyšší úrovni vlastnického řetězce na odděleném účtu.⁹⁴⁷ Rovněž v právních řádech common law získává souhlasem s užíváním cenných papírů prostředník postavení

941 V něm. „*Tauschverwahrung*;“ Dotazník LCG-EC, str. 132 ; obdobné postavení má prostředník v rámci WR-systému, kde obhospodařuje práva konečných majitelů k neněmeckým cenným papírům. Nicméně má-li na základě postavení fiduciárního vlastníka - „*Treuhändera*“ - časově omezené vlastnické právo k německým nepřímo držným cenným papírům svých klientů, v rámci WR-systému má pouze taková práva jaká k zahraničním nepřímo držným cenným papírům přiznává rozhodný právní řád. V rámci Treuhandu či WR-systému však prostředník vykonává práva k nepřímo držným cenným papírům vůči třetím stranám i emitentovi svým vlastním jménem za předpokladu, že dostal k takovému výkonu od přímého majitele účtu příkaz.

942 V něm. „*unregelmässige Verwahrung*.“

943 § 8, odst. 1 a 2 rakouského zákona o úschově.

944 Dotazník LCG-EC, str. 146-147.

945 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 56 - 57.

946 Čl. 22, odst. 1 švýcarského LTI.

právního vlastníka cenných papírů – pokud ho již nemá jako prostředník první úrovně – a majitel účtu ztrácí věcněprávní ochranu svých nepřímo držených cenných papírů, jakož i přednostní práva v případě prostředníkovi insolvence.⁹⁴⁸

(4) Zákonné zástavní či zadržovací právo prostředníka

Konečně je třeba zmínit zástavní či zadržovací právo prostředníka, jímž prostředník disponuje zpravidla *ex lege* vůči „svému“ majiteli účtu. Odhlédneme-li od obdobného práva, jež má prostředník vůči svému majiteli účtu v případě, že prostředník poskytl tomuto majiteli úvěr ke koupi určitých cenných papírů či investičních nástrojů, zákonné zástavní či zadržovací právo prostředníka existuje ve všech zkoumaných právních řádech a celkem jednotně se vztahuje, s výjimkou práva Spojených států amerických, na veškeré cenné papíry majitele účtu evidované u prostředníka, a to v rozsahu majitelových nesplacených pohledávek vůči prostředníkovi vyplývající ze smlouvy o vedení účtu.⁹⁴⁹

Oddíl 2 - Právní postavení prostředníka a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele

Právní postavení prostředníka je odvozeno od postavení konečného majitele účtu: je-li majitel účtu vlastníkem nepřímo držených cenných papírů, svědčí prostředníkovi k těmto cenným papírům jiné věcné právo v úvahu přichází právo držby, právo detence či fiduciární vlastnictví; alternativně se prostředník v právních řádech systému common law o vlastnické právo dělí s konečným majitelem cenných papírů, kdy prostředník je v rámci vztahu založeném na institutu trustu právním vlastníkem a konečný majitel ekonomickým vlastníkem nepřímo držených cenných papírů. K tomu se připojují právní řády se zvláštní úpravou nepřímo držených cenných papírů, jež vztah prostředníka k nepřímo

⁹⁴⁷ Čl. 12, odst. 2 švýcarského LTI.

⁹⁴⁸ Právní výbor pro finanční trhy (Velká Británie): Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy...: op. cit. pozn. č. 514, str. 20.

⁹⁴⁹ Dotazník LCG-EC, str. 309 an.

drženým cenným papírům majitele účtu nijak specificky nevymezují, ani nezařazují do tradičních věcněprávních či smluvně právních konceptů.

Nicméně i přes skutečnost, že z obchodního či ekonomického pohledu je činnost vykonávaná prostředníkem ohledně evidence nepřímo držených cenných papírů ve všech jurisdikcích více méně obdobná, věcně právní vztah prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu je v různých právních řádech charakterizován odlišně: zatímco ve Francii je prostředník pouhý detentorem nepřímo držených cenných papírů majitele účtu, neboť mu vzhledem k těmto cenným papírům chybí *animus possidendi*, základní konstitutivní element francouzského pojetí držby,⁹⁵⁰ v Německu je tentýž prostředník považován za držitele, neboť nepřímo držené cenné papíry má ve své faktické moci, čímž naplňuje základní konstitutivní požadavek držby v německém právu.⁹⁵¹ Tento koncepční rozpor však postupem času ztrácí na ostrosti, neboť uvedené odlišné pozice se jednak sbližují a jednak, čím dále více sílí názor, že postavení prostředníka, který zaznamenává cenné papíry na účtu cenných papírů, nelze pod tradiční pojem držby podřadit ani v jednom z naznačených pojetí. Právo prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu se opět blíží určitému právu „*sui generis*,“ neboť se jedná o svazek věcněprávních, obligačních a veřejnoprávních povinností, který nelze zařadit pod žádných z existujících věcněprávních, potažmo soukromoprávních institutů, jako je právo držby, detence, usufruktu atd. Vzhledem k tomu, že na rozdíl od postavení majitele nepřímo držených cenných papírů, u kterého je charakter práva k těmto cenným papírům, naprosto zásadním parametrem jak pro nakládání s cennými papíry, tak pro výkon práv spojených s cennými papíry, kvalifikace věcně právního oprávnění prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu je pro určení jeho povinností týkajících se těchto cenných papírů víceméně zanedbatelná. Povinnosti prostředníka jsou totiž z velké části určeny regulatorními

⁹⁵⁰ Savigny, C. Fr. von, *Das Recht des Besitzes* (1803).

⁹⁵¹ Jhering, J. von, *Beiträge zur Lehre vom Besitz* (1868).

požadavky vyplývajícími z veřejnoprávního rámce vymezujícího podmínky pro výkon činnosti prostředníků.

Kapitola 1 – Detentor

Francouzské, belgické a lucemburské právo

Vyjdeme-li z převažujícího názoru ve francouzské doktríně, že dematerializované cenné papíry jsou díky právní fikci věci movité, a že vedení účtu cenných papírů, na němž jsou tyto cenné papíry registrovány, je možno vsadit do rámce smlouvy o úschově,⁹⁵² pak právo prostředníka k těmto cenným papírům majitele účtu je ekvivalentní právu schovatele. Jelikož smlouva o úschově je smlouvou reálnou, při které dochází k transferu faktické moci nad věcí z osoby uschovatele na osobu schovatele, získává schovatel nad věcí určité věcné oprávnění. Kvůli výše uvedenému pojetí držby ve francouzském právu kladoucím důraz především existenci vlastnické vůle, tj. přesvědčení držitele, že nakládá s věcí jako s vlastní, však lze schovatelovo právo k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu kvalifikovat pouze jako právo detence.⁹⁵³ Schovatel sice má majitelovu věc ve své faktické moci, chybí mu však uvedený *animus possidendi*, poněvadž cenné papíry majitele musí držet odděleně od svého majetku a tyto cenné papíry nemohou bez dalšího přejít do vlastnictví prostředníka. Právo držby tak zůstává nadále s konečným majitelem účtu, tj. vlastníkem nepřímo držených cenných papírů. Postavení prostředníka jako detentora se však omezuje na případy, kdy ve smlouvě mezi vlastníkem a prostředníkem není prostředníkovi dovoleno s nepřímo drženými cennými papíry majitele nakládat, tj. prodat je, zastavit je či je půjčit vlastním jménem třetí osobě. Pokud prostředník takové právo podle smlouvy o vedení účtu má, nejedná již vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu jako jejich detentor, nýbrž jako jejich fiduciární vlastník. Ze smluvně právní perspektivy bude jak ve francouzském, tak belgickém, tak v lucemburském právu prostředník vůči majiteli účtu v postavení komisionáře,

⁹⁵² Maffei, A.: op. cit. pozn.č. 285, str. 244.

jenž má vůči nepřímo drženým cenným papírům klienta určité povinnosti závazkového charakteru, avšak nikoli rovněž věcně právní *animus possidendi*.⁹⁵⁴ Právo detence, nikoli držby, vůči nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu má prostředník rovněž podle belgického práva.⁹⁵⁵

Ve Francii má prostředník povinnost chránit práva majitelů účtu k cenným papírům, jež jsou na jejich účtech evidovány.⁹⁵⁶ Tato povinnost je dále rozvedena v požadavek oddělit či zajistit oddělení cenných papírů klientů od svých cenných papírů na všech úrovních, tj. jak na účtu vedeném u sebe či na navazujícím účtu jiného prostředníka či na účtu centrálního depozitáře.⁹⁵⁷ Použití klientské cenné papíry k obchodům na vlastní účet může pouze za předpokladu, že k tomu dostal výslovný souhlas majitele účtu.⁹⁵⁸ Ve všech třech zmíněných právních řádech je dodržování povinnosti prostředníka oddělit nepřímo držené cenné papíry majitelů od vlastních nepřímo držených cenných papírů jistěno trestněprávními normami, které kvalifikují užití nepřímo držených cenných papírů klientů bez jejich souhlasu jako trestný čin.⁹⁵⁹

Vzhledem k tomu, že prostředník nemá vůči nepřímo drženým cenným papírům majitelů účtu žádná věcná práva a že tyto cenné papíry jsou díky podřízení zvláštnímu režimu vyňaty z insolvenční podstaty prostředníka, jeho v zásadě závazkové právo vůči těmto nepřímo drženým cenným papírům klienta se v případě jeho insolvence zcela rozplývá, neboť nepřímo držené cenné papíry klientů, jenž u něj měli zřízen účet, jsou navraceny těmto majitelům, resp.

⁹⁵³ Terré, F., Simmler, Ph.: *Droit civil – Les biens*, 7. vydání, 2006, Dalloz, str. 155.

⁹⁵⁴ Dotazník LCG-EC str. 109, 146, 348 a 350.

⁹⁵⁵ Tamtéž, str. 146.

⁹⁵⁶ Čl. L211-9 francouzského CMF.

⁹⁵⁷ Čl. 322-4, odst. 3 francouzského nařízení AMF; čl. 1 bis, 2 bis a 10 belgického nařízení č. 62; čl. 4, 12 a 14 lucemburského LCTIF.

⁹⁵⁸ Bod 6 čl. 533-10 francouzského CMF.

⁹⁵⁹ Francie: zneužití důvěry (ve fr.: „*abus de confiance*”); Belgie: zpronevěra (ve fr.: „*misappropriation*”); Lucembursko: obecně : zneužití důvěry (ve fr.: „*abus de confiance*”) a speciální skutkové podstaty týkající se porušení zákona z 5. dubna 1993 o finančním sektoru.

převedeny na jejich účty u jiného prostředníka.⁹⁶⁰ Krom toho může prostředník rovněž ztratit vlastnické právo k nepřímo drženým cenným papírům ve svém majetku, pokud nepřímo držené cenné papíry, jež eviduje na svém účtu u prostředníka na vyšší úrovni vlastnického řetězce pro své klienty, nepostačují plně k uspokojení nároků jeho klientů.⁹⁶¹

Kapitola 2 – Přímý a nepřímý držitel cizího práva

Německé a rakouské právo

Jelikož je koncept vlastnického práva v německém pojetí nedělitelný a toto právo svědčí majiteli účtu v postavení konečného vlastníka nepřímo držených cenných papírů evidovaných na tomto účtu,⁹⁶² ostatním osobám v rámci vlastnického řetězce již toto právo přiznáno být nemůže.⁹⁶³ Přímý prostředník a ostatní prostředníci se proto nacházejí v postavení nepřímého držitele cizího práva⁹⁶⁴ prvního stupně⁹⁶⁵ odvozeného od centrálního depozitáře v pozici přímého držitele cizího práva.⁹⁶⁶ Konečný vlastník si zachovává postavení nepřímého držitele vlastního práva⁹⁶⁷ druhého či nižšího stupně.⁹⁶⁸ Držba vlastního práva či cizího práva reflektuje odlišná pojetí držby Savignyho a Jheringa: pojem držby cizího práva⁹⁶⁹ v německém právu inkorporuje Jheringovu koncepci držby s důrazem na faktickou moc nad věcí bez vlastnické vůle⁹⁷⁰ – ekvivalent

⁹⁶⁰ Čl. 211-10 francouzského CMF; čl. 7, odst. 2 lucemburského LCTIF.

⁹⁶¹ Čl. L211-10 francouzského CMF; čl. 9 belgického nařízení č. 62; čl. 7, odst. 2 lucemburského LCTIF.

⁹⁶² Than, J.: op. cit. pozn. č. 130, str. 264 a 269.

⁹⁶³ Dotazník LCG-EC, str. 146.

⁹⁶⁴ V něm. „mittelbarer Fremdbesitzer.“

⁹⁶⁵ Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M., op. cit. pozn. č. 293, str. 42.

⁹⁶⁶ V něm. „unmittelbarer Fremdbesitzer.“

⁹⁶⁷ V něm. „mittelbarer Eigenbesitzer.“

⁹⁶⁸ Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: op. cit. pozn. č. 814, str. 228; Baumbach, A., Hefermehl, W., Casper, M.: op. cit. pozn. č. 293, str. 42.

⁹⁶⁹ V něm. „Fremdbesitz.“

⁹⁷⁰ Jhering, J. von: op. cit. pozn. č. 951.

„detence“⁹⁷¹ zemí kultury francouzského občanského zákoníku – , zatímco pojem držby vlastního práva⁹⁷² vychází ze Savignyho koncepce držby s důrazem na *animus possidendi*⁹⁷³ - ekvivalent „držby“ zemí kultury francouzského občanského zákoníku.⁹⁷⁴ Nepřímá držba je proto v německém právu definována jako faktické panství osoby nad věcí vykonávané prostřednictvím jiné osoby, například prostřednictvím schovatele.⁹⁷⁵ Přímá držba je obdobným faktickým panstvím nad věcí, ovšem je vykonávána oprávněnou osobou bezprostředně.⁹⁷⁶ Práva spojená s cennými papíry musí vlastník vykonávat vůči emitentovi či třetím stranám v zásadě sám, prostředník tak může činit pouze na základě zmocnění konečného vlastníka,⁹⁷⁷ neboť právo držby s sebou automaticky nenese pro přímého držitele zmocnění činit další úkony jménem vlastníka jako nepřímého držitele.⁹⁷⁸ Nicméně vzhledem k tomu, že je obtížně představitelné, že by konečný vlastník byl zbaven držby svých nepřímo držených cenných papírů třetí stranou bez úmyslné účasti či nedbalosti prostředníka, či, že by z důvodu zastupitelnosti dokázal identifikovat na účtu u třetí strany konkrétní neprávem zcizené nepřímo držené cenné papíry, nebude konečný vlastník obvykle schopen docílit vydání jeho neprávem zcizených nepřímo držených cenných papírů od třetí strany přímo, nýbrž jeho nároky budou směřovat proti prostředníkovi.

Vzhledem k existenci tzv. *Fremdvermutung* neboli domněnky, že veškeré nepřímo držené cenné papíry evidované ve prospěch přímého prostředníka na účtu u jeho prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce náležejí

971 Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: op. cit. pozn. č. 814, str. 75.

972 V něm. „*Eigenbesitz*“; § 872 BGB.

973 Savigny, C. Fr. von.: op. cit. pozn. č. 950.

974 Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: op. cit. pozn. č. 814, str. 75.

975 § 868 BGB.

976 Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: op. cit. pozn. č. 814, str. 214.

977 Dotazník LCG-EC, str. 146.

978 Elmar Bund in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: op. cit. pozn. č. 814, str. 215.

klientům prvně uvedeného prostředníka, princip oddělení zákaznických a vlastních nepřímo držených cenných papírů prostředníka se v německém a rakouském právu neaplikuje. Aby se prostředník vyhnul účinkům této domněnky, musí svému prostředníkovi výslovně sdělit, které nepřímo držené cenné papíry jsou v jeho majetku, tj. ke kterým má vlastnické právo on a ne jeho klienti.⁹⁷⁹

Jelikož prostředník má k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele účtu pouze právo držby, kdežto konečný majitel má právo vlastnické, jež vyjímá jeho nepřímo držené cenné papíry z majetkové podstaty prostředníka, pozbývá prostředník v případě své insolvence k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele jakákoli práva, neboť tyto cenné papíry nejsou součástí jeho insolvenční podstaty. V rámci WR-systému bude podle německé právní doktríny situace insolventního prostředníka identická.⁹⁸⁰

Kapitola 3 – Osoba s oprávněním sui generis

Švýcarské právo

Švýcarský režim nepřímo držených cenných papírů výslovně vyjmenovává kategorie právnických osob, jež mohou být prostředníky, aniž by však poskytl obecnou definici prostředníka. Nicméně v rámci vymezení zbytkové kategorie prostředníků uvádí, že prostředníkem je osoba, jež v rámci své profesní činnosti vede účet cenných papírů,⁹⁸¹ tj. provádí záznamy na účtu cenných papírů odpovídající příkazům klienta, přičemž tyto záznamy způsobují vznik či zánik práv majitele k nepřímo drženým cenným papírům evidovaným na účtu s účinností vůči třetím stranám. Prostředník nemá k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu žádný věcně právní či obdobný vztah a ani není oprávněným z práv spojených s nepřímo drženými cennými papíry: tato práva prostředník pouze zprostředkovává jejich nositeli, tj. konečnému majiteli účtu,

⁹⁷⁹ § 4, odst. 3 německého DepotG; § 9, odst. 3 rakouského DepotG.

⁹⁸⁰ Dotazník LCG-EC, str. 199 - 200.

⁹⁸¹ Čl. 5 švýcarského LTI.

který určuje způsob výkonu těchto práv vůči emitentovi.⁹⁸² Prostředník nemůže s nepřímo drženými cennými papíry majitele vedenými u něho na účtu nakládat, ledaže by k tomu dostal od jejich majitele výslovný souhlas.⁹⁸³ Pouze pokud by prostředník měl vůči přímému majiteli účtu vymahatelnou pohledávku, mohl by v rámci svého zákonného práva disponovat s nepřímo drženými cennými papíry majitele účtu bez jeho souhlasu, a uspokojit svou pohledávku vůči tomuto majiteli prodejem nepřímo držených cenných papírů majitele účtu do výše této neuspokojené vymahatelné pohledávky.⁹⁸⁴ Pokud jde o právo prostředníka vůči aktivům reflektujícím nepřímo držené cenné papíry evidované na účtu, jenž tento prostředník pro klienta - pro něž byla ve švýcarském právu zavedena legislativní zkratka „*disponibilní cenné papíry*“ - , švýcarský zákonodárce popisuje toto právo slovesem „držet“: „*prostředník drží sám nebo u jiného prostředníka disponibilní cenné papíry (...)*“.⁹⁸⁵ Sloveso „držet“ ovšem neimplikuje držbu v tradičním věcně právním významu, nýbrž obecně popisuje vztah, jenž musí prostředník mít vůči disponibilnímu cennému papíru; vzhledem k tomu, že disponibilním cenným papírem může být, mimo jiné, jak nepřímo držený cenný papír, tak listinný či zaknihovaný cenný papír, je slovesem „držet“ označován vztah prostředníka k nepřímo drženému cennému papíru vedeném na účtu u jiného prostředníka i tradiční věcně právní vztah ve formě vlastnického práva či práva držby k listinným či zaknihovaným cenným papírům.

Švýcarský zákon o nepřímo držených cenných papírech nevyžaduje oddělení klientských a vlastních cenných papírů u prostředníka na jeho účtu na vyšší úrovni vlastnického řetězce. Požadavek segregace považuje švýcarský zákonodárce za požadavek veřejnoprávního charakteru, jenž by neměl zasahovat do norem, jež jsou principiálně soukromoprávní.⁹⁸⁶ Pokud prostředník segregaci vlastních a klientských cenných papírů provede, může užívat takto segregované cenné papíry

982 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 47.

983 Čl. 14, odst. 1 švýcarského LTI; Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 56.

984 Čl. 21, odst. 1 švýcarského LTI.

985 Čl. 11, odst. 1 švýcarského LTI.

986 Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 55.

klientů ve svůj prospěch, avšak pouze pokud k takovému užívání získal od klienta souhlas.⁹⁸⁷

Za účelem ochrany konečných majitelů nepřímo držených cenných papírů v případě nedostatku na nepřímo držených cenných papírů na účtu či v případě insolvence prostředníka umožňuje švýcarská úprava využití alokační metody i metody segregace. Výběr mezi těmito dvěma metodami ponechává na prostředníkovi. Zvolí-li však prostředník metodu alokační, cenné papíry evidované na prostředníkově účtu shromažďujícím jak jeho vlastní, tak klientské cenné papíry, se považují za cenné papíry klientů; v případě prostředníkovy insolvence jsou prostředníkovy vlastní cenné papíry alokovány ve prospěch klientů za předpokladu, že tyto cenné papíry prostředníka jsou zastupitelné s cennými papíry klientů, přičemž oba typy těchto cenných papírů jsou vyňaty z konkurzní podstaty prostředníka.⁹⁸⁸ Naproti tomu, prokáže-li prostředník oddělení nepřímo držených cenných papírů svých klientů a vlastních nepřímo držených cenných papírů na účtech u svého prostředníka na nejbližší vyšší úrovni vlastnického řetězce, jsou tito klienti v případě jeho insolvence uspokojeni pouze ze souhrnu nepřímo držených cenných papírů držených pro tyto klienty mimo vlastní majetek insolventního prostředníka.⁹⁸⁹ Pokud ovšem počet nepřímo držených cenných papírů držených prostředníkem odděleně od svého majetku nestačí k uspokojení všech jeho klientů, dojde k subsidiárnímu použití alokační metody: zastupitelné cenné papíry ve vlastním majetku prostředníka jsou dány k dispozici konečným majitelům, aby byl doplněn nedostatek nepřímo držených cenných papírů na klientských účtech.⁹⁹⁰ Pokud nároky majitelů nepřímo držených cenných papírů nejsou ani v takovém případě plně uspokojeny, nesou nedostatek cenných papírů – v poměru zůstatku cenných papírů stejné povahy

⁹⁸⁷ Čl. 12, odst. 2 švýcarského LTI.

⁹⁸⁸ Čl. 17, odst. 1 LTI; Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 60.

⁹⁸⁹ Důvodová zpráva ke švýcarskému LTI, str. 60 a 63.

⁹⁹⁰ Článek 19, odst. 1 švýcarského LTI.

evidovaných na jejich účtu – tito majitelé; v rozsahu takto neuspokojených nároků získávají pohledávku vůči prostředníkovi ke kompenzaci své ztráty.⁹⁹¹

Právo Spojených států amerických

Vzhledem ke specifické koncepci vztahů mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem v rámci institutu cenného oprávnění, je velmi obtížné popsat vztah přímého prostředníka k finančním aktivům majitele tvořících obsah cenného oprávnění pomocí kontinentálních věcně právních či závazkově právních pojmů, jako je právo držby, detence či fiduciární vlastnické právo. Nepřímo držené cenné papíry, tj. finanční aktiva evidovaná na účtu, k nimž má majitel účtu cenné oprávnění, nejsou majetkem prostředníka. Prostředník tato finanční aktiva nevlastní, i když může být veden v registru emitenta jako jejich držitel či na účtu u prostředníka na nejbližším vyšším stupni vlastnického řetězce jako osoba mající k těmto finančním aktivům cenné oprávnění. Prostředník ovšem může získat zákonné či smluvní zástavní právo k finančním aktivům majitele účtu, jež tento majitel získal na základě úvěru od svého prostředníka.⁹⁹²

Obsah vztahu prostředníka k finančním aktivům vedeným na účtu majitele v rámci cenného oprávnění, je vyjádřen povinností prostředníka získat a udržovat množství finančních aktiv odpovídajících celkovému počtu cenných oprávnění, které zřídil ve prospěch jejich majitelů souvislosti s těmito finančními aktivy. Účelem této povinnosti je zajistit, aby majitelovo „*poměrné věcné oprávnění k finančnímu aktivu*“ nebylo pouze prázdňým právním pojmem, ale aby obsahovalo skutečnou ekonomickou hodnotu. Takto držená finanční aktiva nesmí být zatížena právy třetích stran, nestanoví-li dohoda s majitelem cenného oprávnění jinak. Prostředník může držet tyto aktiva přímo nebo prostřednictvím jednoho či více jiných prostředníků (v souladu se smlouvou mezi prostředníkem cenných papírů a majitelem určující způsob výkonu povinnosti řádné péče v souladu s přiměřenými

⁹⁹¹ Článek 19, odst. 2 švýcarského LTI.

⁹⁹² Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 8.

obchodními standardy).⁹⁹³ Toto právo majitele cenného oprávnění je posíleno ustanovením § 8-503(b), které stanoví, že cenná oprávnění majitelů účtu nejsou předmětem nároků nezajištěných věřitelů prostředníka. V praxi bude prostředník obvykle realizovat tuto svou povinnost tak, že bude mít dva účty u svého prostředníka na vyšší úrovni vlastnického řetězce, a to jednak „*vlastní účet*“ a jednak „*zákaznický účet*.“ Na vlastnickém účtu budou evidovány jeho vlastní cenné papíry, kdežto na zákaznickém účtu budou evidovány cenné papíry, jenž drží pro své zákazníky, aniž by ovšem tito zákazníci byli na zákaznickém účtu identifikováni.⁹⁹⁴

Americký zákonodárce se snaží zachovat ekonomickou podstatu nepřímo drženého cenného papíru konečného majitele i v případě insolvence prostředníka. Na rozdíl od zákonodárců ostatních zkoumaných právních řádů však nevyjímá finanční aktiva konečných majitelů z dosahu zajištěných věřitelů prostředníka. Jinými slovy, pokud se prostředník ocitne v insolvenci, umožňuje americké právo zajištěným věřitelům prostředníka, aby uspokojili své pohledávky vůči prostředníkovi i z masy nepřímo držených cenných papírů klientů tohoto prostředníka.⁹⁹⁵ Na druhou stranu ovšem § 8-503(a) jednotného amerického obchodního zákoníku stanoví, že „*v rozsahu nezbytném k tomu, aby prostředník cenných papírů uspokojil všechna oprávnění k určitému finančnímu aktivu, veškerá oprávnění k takovému finančnímu aktivu držená prostředníkem cenných papírů jsou držena prostředníkem cenných papírů pro držitele cenných oprávnění, nejsou ve vlastnictví prostředníka cenných papírů, a nejsou předmětem nároků věřitelů prostředníka cenných papírů, (...)*“ To znamená, že pokud insolventní prostředník nedoručí dostatečné množství finančních aktiv, jež by odpovídalo součtu cenných oprávnění všech jeho klientů, veškerá zastupitelná cenná oprávnění nabytá prostředníkem, byť s úmyslem nabýt je do vlastního majetku, jsou automaticky alokována ve prospěch jeho klientů, a to dokud bude tento nedostatek

⁹⁹³ § 8-504(a) a (b) UCC.

⁹⁹⁴ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 5.

⁹⁹⁵ Rogers, S. J.: op. cit. pozn. č. 35, str. 1511 an.

trvat; jakmile však bude doplněn, další cenná oprávnění již budou počítána do vlastního majetku prostředníka.⁹⁹⁶

Kapitola 4 – Právní / ekonomický vlastník (správce trustu)

Anglické common law

Postavení prostředníka v anglickém common law vychází z konceptu děleného vlastnictví v rámci trustu, kde prostředník je vůči nepřímo držným cenným papírům majitele účtu v pozici jejich právního vlastníka, kdežto konečný majitel účtu v pozici jejich ekonomického vlastníka. Pro přesnost je však nutno uvést, že – obdobně jako v americkém systému – je právním vlastníkem pouze prostředník první úrovně, tj. prostředník, jenž jako účastník registru CRESTu, je uveden v tomto registru jako právní vlastník daných cenných papírů, či prostředník, u něhož jsou imobilizovány cenné papíry na majitele listinné podobě, nebo v případě cenných papírů na jméno, prostředník, který je uveden v seznamu akcionářů emitenta.⁹⁹⁷ Každý další prostředník v rámci vlastnického řetězce je pouhým ekonomickým vlastníkem cenných papírů vlastněných prostředníkem první úrovně.⁹⁹⁸ Postavení prostředníka k nepřímo držným cenným papírům konečného majitele je dvojího charakteru: ve vztahu ke svému prostředníkovi na vyšší úrovni se ocitá v pozici beneficienta trustu, tj. ve stejném postavení jako konečný majitel vůči svému přímému prostředníkovi; ve vztahu ke konečnému majiteli či prostředníku na nejbližší nižší úrovni na sebe naopak bere roli správce trustu.⁹⁹⁹ Zvláštní postavení zaujímá v anglickém právu centrální depozitář CREST: na základě nařízení o dematerializovaných cenných papírech z roku 2001 má CREST zvláštní statut „operátora“, tj. osoby vedoucí centrální registr dematerializovaných cenných papírů a osoby provozují vypořádací systém. Vzhledem k nepřímo držným cenným papírům emitovaným ve Spojeném

⁹⁹⁶ Dotazník LCG-EC: U.S. response, str. 8.

⁹⁹⁷ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držných cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 48.

⁹⁹⁸ Tamtéž, str. 18

království, v Irsku a na ostrovech Man, Jersey a Guernsey¹⁰⁰⁰ však CREST nejedná jako prostředník, jež by držel či spravoval nepřímo držené cenné papíry pro své členy; v postavení „klasického“ prostředníka se ocitá pouze vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům emitovaným podle zahraničního, tedy jiného než anglického práva.¹⁰⁰¹

Práva prostředníka jako správce trustu vzhledem k nepřímo drženým cenným papírům majitele účtu, jež jsou součástí tohoto trustu, vyplývají především z již zmíněného zákona o správcích z roku 2000, regulatorních povinností CASS a smlouvy o vedení účtu. *Cum grano salis* lze práva prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům majitele označit spíše jako práva věcného charakteru, než práva čistě závazková.¹⁰⁰² Prostředník totiž vykonává práva s cennými papíry spojená jak vůči jiným prostředníkům, tak vůči emitentovi či třetím stranám. Stanoví-li tak smlouva o vedení účtu cenných papírů, může být prostředník povinen vykonávat i práva hlasovací. Tento prostředníkův monopol obnáší, kromě jiného, i možnost dožadovat se plnění vyplývajících z majitelových cenných papírů v případě insolvence emitenta. Tato práva prostředník vykonává buď vůči emitentovi, je-li přímým vlastníkem či oprávněným z práv k cenným papírům v dané emisi, či vůči svému přímému prostředníkovi na vyšší úrovni.¹⁰⁰³

Obdobně podle anglických zásad FMLC „*prostředník musí zajistit, že cenné papíry držené v hromadné držbě stačí k uspokojení všech práv zákazníků k cenným papírům.*“ **V anglickém common law je oddělení účtů klientů a prostředníka jak u prostředníka, tak na vyšší úrovni u prostředníka prostředníka podmínkou *sine qua non* pro vznik trustu. Je-li toto oddělení provedeno a mezi majitelem účtu a jeho přímým prostředníkem vznikne**

999 Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: op. cit. pozn. č. 50, str. 228.

1000 Právní komise (Velká Británie), Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejího Veličenstva: op. cit. pozn. č. 740, str. 20.

1001 Dotazník LCG-EC, str. 153.

1002 Pihera, Vl.: op. cit. pozn. č. 751, str. 196.

trust, obecné principy fungování trustu zabezpečí vynětí nepřímo držných cenných papírů z prostředníkového jmění, a rovněž z dosahu jeho věřitelů; pokud se tak nestane, vzniká značné riziko, že konečný majitel účtu se vzhledem ke svým nepřímo držným cenným papírům ocitne pouze v pozici nezajištěného věřitele s nárokem závazkového charakteru na vydání nepřímo držných cenných papírů svěřených prostředníkovi.¹⁰⁰⁴ Zásady FMLC vyžadují od prostředníka zaznamenání práv zákazníka k cenným papírům na účtu (účtech), které spravuje ve svých knihách ve prospěch jakéhokoli zákazníka („*klientský účet*“).¹⁰⁰⁵ Veřejnoprávní pravidla CASS pak nařizují prostředníkovi, aby oddělil investiční nástroje svěřené mu do správy od jeho vlastních nástrojů.¹⁰⁰⁶ Ocitne-li se v prostředník v situaci, kdy z důvodu jemu přiřitatelnému pochybení, nemá na svém účtě na vyšší úrovni vlastnického řetězce dostatek odpovídajících cenných papírů, musí dodat klientům chybějící cenné papíry ze svého majetku nebo jim poskytnout odpovídající finanční kompenzaci.¹⁰⁰⁷

Podle článku 3 anglických zásad FMLC „*Insolvenční imunita*“ jsou nepřímo držné cenné papíry držné prostředníkem pro majitele účtu vyloučeny z dosahu věřitelů prostředníka. Toto pravidlo reflektuje obecné pravidlo, že předměty v trustu obhospodařované správcem nespádají do majetkové podstaty správce.¹⁰⁰⁸ V důsledku toho anglické právo řeší insolvenční prostředníka pomocí čisté segregace metody. I v insolvenční rozlišuje mezi majetkem držným (v rámci trustu) pro své přímé klienty a mezi vlastními nepřímo držnými cennými papíry prostředníka. Tyto dvě masové cenných papírů jsou považovány za součást oddělených trustů a v zásadě nemůže dojít k re-alokaci vlastních, byť

¹⁰⁰³ Projekt Právní komise Velká Británie) ohledně nepřímo držných cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 49.

¹⁰⁰⁴ Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držných cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 15.

¹⁰⁰⁵ Čl. 2, písm. c), bod (ii) anglických zásad FMLC.

¹⁰⁰⁶ Pravidla CASS 2.2.3. a 2.2.5

¹⁰⁰⁷ Dotazník LCG-EC, str. 346.

¹⁰⁰⁸ Čl. 2, písm. a) Haagské úmluvy o trustech, jež se byla do anglického práva inkorporována

zastupitelných, nepřímo držených cenných papírů prostředníka ve prospěch masy zastupitelných cenných papírů přímých klientů. Výjimka z tohoto pravidla nastává pouze v situaci, kdy by bylo prostředníkovi prokázáno, že si určité nepřímo držené cenné papíry klientů přivlastnil či že je použil k obchodům na vlastní účet bez souhlasu klientů. U takto „*zpronevěřených*“ nepřímo držených cenných papírů je jejich re-alokace ve prospěch klientů možná. Pokud souhrn nepřímo držených cenných papírů na klientských účtech nestačí k uspokojení všech klientů daného prostředníka, nesou tito klienti ztrátu poměrně; ve zbývající části se řadí mezi nezajištěné věřitele prostředníka.¹⁰⁰⁹

Oddíl 3 – Právní postavení prostředníka a charakter jeho práva k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele v českém právu

Zatímco veřejnoprávní postavení prostředníka v rámci nepřímé držby je víceméně stejné bez ohledu na to, které jurisdikci tento prostředník podléhá, soukromoprávní charakter práva prostředníka k nepřímo drženým cenným papírům konečného majitele se liší od jedné jurisdikce k druhé. Následující řádky se proto pokusí dát odpověď na otázku, jak charakterizovat právo prostředníka k zaknihovaným cenným papírům evidovaných na účtu u tohoto prostředníka v českém právu: jedná se o právo vlastnické, právo držby, detence či pouze o právo závazkového charakteru? Stejně jako v jiných právních řádech charakter tohoto práva prostředníka bude záviset na tom, zda na základě souhlasu majitele účtu bude mít právo disponovat s cennými papíry majitele účtu či nikoli.

Je-li prostředníkovi odepřeno právo disponovat s cennými papíry vedenými na účtu, je třeba při analýze jeho práva k zaknihovaným cenným papírům konečného majitele účtu vycházet z toho, že vlastníkem či kvazivlastníkem zaknihovaných cenných papírů evidovaných na účtu u prostředníka je zásadně majitel účtu.

zákonem o uznání trustů z roku 1987.

1009 Projekt Právní komise (Velká Británie) ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář: op. cit. pozn. č. 25, str. 64.

Majitel účtu, jak bylo uvedeno výše, má rovněž právo držby k těmto cenným papírům. Prostředníkovi tak zbývá nad těmito zaknihovanými cennými papíry majitele účtu pouze právo faktické kontroly v rámci omezení vyplývajících ze zákona (např. vyloučení použití cenných papírů zákazníka evidovaných na účtu k obchodům na vlastní účet¹⁰¹⁰), ze smlouvy o vedení účtu a z příkazů majitele účtu. Tyto skutečnosti nasvědčují kvalifikaci práva prostředníka k zaknihovaným cenným papírům jeho zákazníka jako práva detence, neboť prostředníkovi chybí vzhledem k uvedeným cenným papírům, jak vlastnický titul, který by dovoloval kvalifikovat prostředníkovu právo jako právo vlastnické, tak *animus possidendi*, tj. subjektivní přesvědčení, že mu zákazníkovi cenné papíry patří, jež by dovolovalo kvalifikovat prostředníkovu právo jako právo držby. Prostředníka lze tudíž považovat pouze za detentora zaknihovaných cenných papírů konečného majitele, tj. „*toho, kdo věc pouze fakticky ovládá, ale nenakládá s ní jako s vlastní, nýbrž jako s cizí*“,¹⁰¹¹ a jeho právo za právo detence. Tento závěr je sdílen i dalšími autory¹⁰¹² a je podpořen skutečností, že zákaznický majetek spravovaný prostředníkem čítající i zaknihované cenné papíry vedené na účtu pro jejich majitele, je v případě úpadku prostředníka vyňat z insolvenční podstaty prostředníka,¹⁰¹³ a tedy i z dosahu věřitelů prostředníka.

Odlišná situace ovšem nastane, pokud prostředník dostal od majitele účtu výslovný souhlas k použití cenných papírů evidovaných na účtu majitele k obchodům na vlastní účet. Tento souhlas totiž radikálně mění charakter práva prostředníka k takovým cenným papírům zákazníka. Získáním tohoto souhlasu od majitele účtu totiž prostředník přestává spravovat zaknihované cenné papíry vedené na účtu majitele pro zákazníka, čímž „*tyto prostředky [rozuměj: zaknihované cenné papíry zákazníka evidované na účtu] přestávají být zákaznickým majetkem a obchodník [rozuměj: prostředník] k nim tedy může získat*

¹⁰¹⁰ § 12e, odst. 1 ZPKT.

¹⁰¹¹ Jehlička, O., in Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M., Občanský zákoník – komentář: op. cit. poz. Č. 390, str. 387.

¹⁰¹² Pihera, Vl.: op. cit. pozn. č. 71, str. 86; Brzobohatý, T.: op. cit. pozn. č. 391, str. 51 an.

¹⁰¹³ § 12e, odst. 1 ZPKT.

*vlastnické právo.*¹⁰¹⁴ Prostředník však tímto souhlasem nezískává pouze vlastnické právo k zákaznickým cenným papírům vedeným na účtu, ale rovněž právo držby, neboť v takové situaci může s těmito cennými papíry zákazníka nakládat jako se svými, a tudíž má vůči těmto cenným papírům i *animus possidendi*, nezbytný konstitutivní prvek práva držby. Zaknihovaný cenný papír v takovém případě opouští majetkovou podstatu konečného majitele účtu a ocitá se v majetkové podstatě prostředníka, jakož i a v dosahu jeho věřitelů. Právo prostředníka k takto získaným zaknihovaným cenným papírům zákazníka ovšem není vlastnickým právem se vším všudy: je pouze „*fiduciárním vlastnickým právem.*“ Prostředník tedy nemá zcela volnou licenci k tomu, jak s těmito zaknihovanými cennými papíry naloží, neboť v určitém časovém horizontu bude muset majiteli účtu tyto cenné papíry vrátit v zastupitelné podobě.

České právo požaduje od prostředníka oddělení klientských a vlastních nepřímo držených cenných papírů, a to na základě odstavce 3 § 110 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Toto ustanovení vyžaduje, aby prostředník evidoval investiční nástroje, včetně zaknihovaných cenných papírů, vedené na účtu zákazníků odděleně od svého majetku. Takto oddělené investičními nástroje, včetně zaknihovaných investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování, nesmí prostředník použít bez souhlasu majitele účtu k obchodům na svůj vlastní účet či s nimi jinak nakládat ve svůj prospěch. V důsledku povinnosti segregace ovšem v případě insolvence prostředníka, zůstávají klientům k dispozici pouze takto segregované cenné papíry, a nikoli též cenné papíry ve vlastním majetku prostředníka.

¹⁰¹⁴ Pihera, Vl.: op. cit. pozn. č. 71, str. 87.

Závěr

Nepřímá držba cenných papírů je jednou z nejmladších, ale zároveň nejrychleji se rozvíjejících oblastí práva. Přijetí Úmluvy UNIDROIT ohledně hmotněprávních ustanovení týkajících se nepřímo držených cenných papírů na konci roku 2009 je důkazem, že snahy o vytvoření globálního právního rámce pro nepřímou držbu nevyzněly naprázdno. Vytváření jednotných norem pro nepřímou držbu cenných papírů nicméně ukázalo nástrahy v podobě dogmatických koncepčních divergencí mezi jednotlivými právními řády. Tyto nástrahy se však díky použití funkční metody sledující co nejvíce skutečnou podstatu a obsah daného vztahu, a nikoli jeho vyjádření v právním jazyce jednotlivých právních řádů, podařilo úspěšně překonat. V tomto kontextu proto nelze než doufat, že při adaptaci či interpretaci přijatých jednotných norem UNIDROIT do národního práva, nenabydou jednou již překonané právně dogmatické rozdíly v chápání institutů práva cenných papírů znovu vrchu a že obtížná práce tvůrců této Úmluvy nepřijde nazmar. V tomto směru musí zvolený funkční přístup ještě prokázat svoje kvality, například tím, že poslouží jako základ pro harmonizaci norem týkajících se nepřímé držby v rámci práva Evropské unie.

Díky výše uvedené snaze o přijetí globálních norem v oblasti nepřímé držby pronikla problematika s touto oblastí spojená i do českého práva. Přes některé výhrady poměrně zásadního kvalitativního charakteru, lze říci, že přijetím právní úpravy evidencí zaknihovaných cenných papírů a investičních nástrojů, jakož i ustavením centrálního depozitáře, české právo vykročilo správným směrem k integraci do mezinárodních struktur nepřímé držby cenných papírů. Na druhou stranu, nelze nevidět, že i přes dosažení jistého stupně funkční konvergence s těmito strukturami, zůstalo české právo v oblasti nepřímé držby v důsledku absence formální konvergence práva cenných papírů takřkajíc na půli cesty mezi moderním a zastaralým právním rámcem pro transakce s cennými papíry. Česká legislativa stejně jako doktrína zatím, jak se zdá, na tuto konvergenci formy rezignovala. Nejenže k formální konvergenci prozatím

nedošlo, nýbrž v určitých směrech použití neobratné právní terminologie způsobilo kvalitativní právní regresi narušující některé základní soukromoprávní a věcněprávní zásady českého práva. Odstranění negativních následků této regrese však nepostačuje. Zákonodárce i doktrína by se měli hlouběji zaměřit na posouzení kvality právního rámce nepřímé držby v českém právu. Výsledkem tohoto posouzení by měla být identifikace potenciálních zdrojů právních rizik zbytečně bránícím ekonomickému rozvoji trhů s cennými papíry v České republice.

Česká právní doktrína by se v oblasti práva cenných papírů měla odpoutat od „oprašování“ pojmů z konce 19. století, jež jsou pro současnou ekonomickou realitu nepoužitelné, a měla by se pokusit o novou definici zaknihovaných cenných papírů. Zaknihované cenné papíry by měly být definovány jako samostatný druh objektů soukromoprávních vztahů, a nikoliv jako druh obecné kategorie cenného papíru vymezeného s ohledem na dnes již více méně obsoletní listinný nosič. Nová definice nepřímě držených cenných papírů by se neměla soustředit pouze na nosič cenného papíru, ale měla by vycházet ze subjektivních práv převoditelných změnou záznamu na účtu cenných papírů, jež jsou skutečnou podstatou zaknihovaných cenných papírů. Na toto nové pojetí by měl navázat zákonodárce vypracováním nové speciální právní úpravy pro zaknihované cenné papíry a jejich nepřímou držbu na základě funkčního přístupu a při použití neutrální terminologie, pokud možno nepostižené zastaralými právními koncepty vycházejících z listinných cenných papírů. V tomto pojetí by například právo majitele účtu k nepřímě drženému cennému papíru evidovanému na tomto účtu nemělo být definováno jako věcné, vlastnické, spoluvlastnické či závazkové, ale měl by být přesně vymezen obsah i způsob výkonu tohoto práva, a to jak vůči prostředníkovi, tak vůči emitentovi, či eventuálně vůči třetím stranám. Díky přijetí moderních speciálních úprav nepřímě držených cenných papírů v některých kontinentálních právních řádech a existenci dnes již relativně rozsáhlé komparativní literatury ohledně fenoménu nepřímé držby, by pro zákonodárce nemělo být příliš těžké tento úkol naplnit.

Bibliografie

I. MONOGRAFIE

Apathy, P., Iro, G., Koziol, H.: Österreichischesbankvertragsrecht, Band VI: Kapitalmarkt recht, Springer, 2. přepracované vydání, 2007, Wien/New York

Benjamin, J.: Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets, Oxford, 2000

Benjamin, J., Yates, M., Montagu, G.: The Law of Global Custody, 2. vydání, Butterworths LexisNexis, 2002

Dědič, J., a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, Prospektrum, 2000, Praha

Chabas, F., Mazeaud, H. a L., Mazeaud, J.: Leçons de droit civil - Tome 1 / Premier volume - Introduction à l'étude du droit, 11^{ème} édition, 1996

Chabas, F., Mazeaud, H. a L., Mazeaud, J.: Leçons de droit civil - Tome 2 / Deuxième volume - 8^{ème} édition, 1995, str. 192 – 193, 241 a 277.

Collart Dutilleul, Fr., Delebecque, Ph.: Contrats civils et commerciaux, 7. vydání, 2004, Dalloz

Fabre-Magnan, M.: Les obligations, 1. vydání, Presses Universitaires Françaises, 2004, Paris

Haentjens, M.: Harmonisation of Securities Law – Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007, Netherlands

Jhering, J. von: Beiträge zur Lehre vom Besitz (1868)

Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kolektiv autorů: Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, 4. vydání, C.H. Beck, 2005

Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., a kolektiv autorů: Kurs obchodního práva – Právo cenných papírů, 5. vydání, C.H. Beck, 2008

Lassalas, Ch.: L'inscription en compte des valeurs, la notion de propriété scripturale, L.G.D.J., 1997

Lucas, F.X.: Les transferts temporaires des valeurs mobilières, L.G.D.J.

Malovský-Wenig, A.: Příručka obchodního práva, Československý kompas v Praze, 1947

Micheler, E.: Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Springer, Wien/New York, 2004

Neuville, S.: Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires Françaises, 2005, Paris

Nizard, F.: Titres négociables, Economica, Paris, 2003

Občanské právo hmotné, kolektiv autorů, svazek I., CODEX 1997

Pelikánová, I. a kol.: Obchodní právo, 1. a 2. díl, 2. přepracované vydání, CODEX BOHEMIA, 1998

Potok, R.: Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, London 2002

Savigny, C. Fr. von: Das Recht des Besitzes (1803)

Terré, F., Simmler, Ph.: Droit civil – Les biens, 7. vydání, 2006, Dalloz

Teubner, G.: Law as an Autopoietic System, Oxford, 1993

II. KOMENTÁŘE, DŮVODOVÉ ZPRÁVY

Dědič, J.: Obchodní zákoník, Komentář, Polygon, 2002

Důvodová zpráva k návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Explanatory report to the Draft Convention on Substantive Rules concerning Intermediated Securities*“), UNIDROIT, CONF. 11 - Doc. 4, únor 2008

Goode, R., Kanda, H., Kreuzer, K.: Důvodová zpráva k Haagské úmluvě o rozhodném právu použitelném na některá práva týkající se cenných papírů držených přes prostředníka, Stálá kancelář Haagské konference mezinárodního práva soukromého, 2006

Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M. a kol.: Občanský zákoník – komentář, 8. vydání, C.H. Beck, 2003

Návrh oficiálního komentáře k návrhu Úmluvy o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů („*Draft of the Official Commentary on the draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*“), CONF. 11/2 - Doc. 5, 3. července 2009

Pauly, J.: Komentář k zákonu o cenných papírech, ORAC, 1998

Rouček, F., Sedláček, J.: Komentář k Československému obecnému zákoníku občanskému, Nakladatelství Linhart, 1937, Praha, str. 140.

Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník – komentář, 8. vydání, C.H. Beck, 2003

Zákon o úschově cenných papírů, návrh a komentář švýcarské bankovní asociace, Crone, C. von der, Kessler, F. J., Gersbach, A. („*Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG), Entwurf und Kommentar an die Schweizerische Bankiervereinigung*“), 6. ledna 2003

Zpráva technické pracovní skupiny ustanovené ministerstvem financí [švýcarské] konfederace k návrhu spolkového zákona o nepřímo držených cenných papírech a k ratifikaci Haagské úmluvy („*Bericht der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz) und zur*

Ratifikation des Haager Übereinkommens über die auf bestimmte Rechte an Intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung (Haager Wertpapierübereinkommen)“)

III. ČLÁNKY

Aymeric, N.-H.: Essai sur une théorie générale du compte en droit privé, dizertační práce (2003), Université Panthéon-Assas Paris II (knižní vydání: Editions Panthéon-Assas, Coll. Thèses, 2008)

Afrell, L., Wallin-Norman, K.: Direct or Indirect Holdings – a Nordic Perspective, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 277 an.

Bebchuk, L., A., Roe, M., J.: A theory of path dependence in corporate ownership and governance, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 131, November 1999, Social Science Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414, str. 1.

Benjamin, J.: Sources of Legal Risk for Financial Institutions, (2004) JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 18 an.

Brügger, D.: Das neue Bucheffektengesetz, 26. února 2009, <http://www.kpmg.ch/Themen/14339.htm>

Brzobohatý, T.: Povaha cenného papíru jako předmětu soukromoprávního vztahu, *Právní praxe v podnikání*, str. 1998, č. 7, ASPI LIT8277CZ

Carvalho, C. H. de: Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives, HWWA Discussion Paper 287, červenec 2004

Chany, N., Getmansky, M., Haas, Sh., M., Lo, A. W.: Systemic Risk and Hedge Funds, Working Paper 4535-05, MIT Sloan School of Management, Social Science Network Electronic Paper Collection, únor 2005

Dědič, J., Čech P.: Nové zákony o kapitálovém trhu – rozpory s právem ES a řada vad vyžadují jejich rychlou novelizaci, *Právní zpravodaj*, 2004, č. 6, str. 1 – 7 (LexData)

Deguée, J.-P., Devos, D.: La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002; *Revue de Droit Commercial Belge*, 2006, č. 1, str. 5

Děrgel, M.: Deriváty v praxi, Účetnictví v Praxi, ASPI 2002, č. 4 (ASPI č. LIT19513CZ)

Deschamps, M.: Les sûretés sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire en droit canadien, *Revue de droit uniforme*, 2005-1/2

Devos, D.: Legal Protection of Payment and Securities Settlement Systems and of Collateral Transactions in European Union Legislation, Current Developments in

Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 23. – 27. října 2006, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/dd.pdf>

Einsele, D.: The Book-Entry As Linchpin for Further Discussions in the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004

Einsele, D.: Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2, str. 251 an.

Elek, Š.: Právní podstata cenných papírů, *Právník* 10/2001

Elek, Š.: Vlastnické právo k cenným papírům, *Právník*, č. 4/2002

Elek, Š.: Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů, *Právní rozhledy*, 8/2002

Elek, Š.: Cenné papíry držené skrze prostředníky, *Právní rozhledy*, 21/2005

Germain, M., Kessedjian, C.: La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de la Haye de décembre 2002, *Revue critique de droit internationale privé*, leden – březen 2004

Gilson, R. J.: Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192*; and *Columbia Law and Economics Working Paper No. 174*, May 2000, Social Science Network Electronic Paper Collection

Girsberger, D.: Rechte an entmaterialisierten Wertpapieren und Bucheffekten international im Wandel; *Recht*, 2003, No 1

Hakes, R. A.: UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of the Day, *Loyola of Los Angeles Law Review*, Vol 35:661

Hoss, Ph.: Santer, P., Le contrat fiduciare en droit luxembourgoise in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier

Kokeš, J.: Lze směnkou považovat za investiční nástroj, *Právní rozhledy*, 2/2005

Krampe, Ch.: L'obligation comme bien, droit français et allemand, in *L'obligation*, *Artch. Phil. dr.*, Dalloz, 2000

Kříž, R.: Úvaha na téma opuštění listinných a zaknihovaných akcií, 2010, *Právní fórum*, č. 1, ASPI č. LIT34864CZ

Kuhn, P.: Úvod do ekonomické analýzy společenského práva, Praha, *Common Law Review*, 2008

Maffei, A.: De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiaires en droit français, *Revue de droit uniforme – Uniform Law Review*, 2005-1/2

Micheler, E.: Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence : The Case of Investment Securities, *Social Science Research Network Collection*, 31. ledna 2006

- Micheler, E.: The Legal Nature of Securities – Inspirations from Comparative Law, Social Science Research Network Collection, 1. října 2009
- Morton, G.: Legal Risk and Its Impact on Market Efficiency, in on the UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", únor 2004
- Mousel, P.: Fayot, F., La circulation des titres in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier
- Nabasque, H. Le, Reygrobellet, A.: L'inscription en compte de valeurs mobilières, Revue de Droit Bancaire et Financier, červenec-srpen 2000
- Pelikánová, I., Dědič, J., Čech, P.: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba, Právní zpravodaj, č. 1/2004
- Pihera, Vl.: K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům, Právník 1/2004
- Pihera, Vl.: Evidence investičních nástrojů – Středisko cenných papírů v novém hávu, Právní rozhledy, č. 1/2005
- Pihera, Vl.: Trust. Vybrané aspekty, Obchodní rádce, č. 7/2009
- Prussen, Y.: Le régime des titres et instruments fongibles in Droit bancaire et financier au Luxembourg, vol. 3, ALJB, 2004, Larcier
- Raban, P.: Konosamenty, Právní rozhledy, 9/2003
- Rayroux, F.: Securities Lending in Journée 2002 de droit bancaire et financier, Bern 2003
- Reitz, C. R.: Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2
- Reuschle, F.: Grenzüberschreitender Effektengiroverkehr, die Entwicklung des europäischen und internationalen Wertpapierkollisionsrechts; Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht, 2004, No 4, str. 687
- Rogers, S.J.: Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries, Boston College Law School Faculty Papers, 2005, Paper 108
- Rogers, S. J.: Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 UCLA Law Review 1431 (1996)
- Rocks, S. M.: Remarks of Sandra M. Rocks on the U.S. Commercial Law Response to the Development of Intermediated Securities Holding Systems, Current Developments in Monetary and Financial Law Washington, D.C., October 23-27, 2006, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/sr.pdf>
- Rocks, S., M.: U.S. perspective on the UNIDROIT project in light of industry experience under U.C.C. article 8 and related law, in on the UNIDROIT Seminar

on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary: "Legal Risk and Market Efficiency", February 2004

Schwarcz, S., L.: Systemic Risk, Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper No. 163, March 2008, Social Science Network Electronic Paper Collection

Schwarcz, S., L., Benjamin, J.: Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities, 12 Duke J. of Comp. & Int'l L.

Siems, M. M.: The Foundations of Securities Law, European Business Law Review, Vol. 20, 2009, Social Science Network Electronic Paper Collection

Taylor, A.: What Is Basel II and Why Has It Got Three Pillars?, (2004) 08 Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law

Than, J.: The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2, str. 263

Thévenoz, L.: Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, September 2007, Social Science Network Electronic Paper Collection:

Thévenoz, L.: New Legal Concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction – The Swiss Draft Act, Revue de droit uniforme – Uniform Law Review, 2005-1/2

Vauplane, H. de, Bloch, P.: Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de la Haye, Mélanges AEDBF-France IV

III. STUDIE, ZPRÁVY, POZIČNÍ DOKUMENTY:

Evropská komise

Shrnutí posouzení dopadů připojené k návrhu směrnice Evropského Parlamentu a Rady kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a úvěrové pohledávky [COM(2008)213 final SEC(2008)491]

Sdělení Komise – Implementace rámce pro finanční trhy: akční plán („*Communication from the Commission - Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*“), COM (1999) 232, 11. května 1999

Sdělení ohledně zúčtování a vypořádání v Evropské unii: Hlavní politické problémy a budoucí výzvy („*Communication on clearing and settlement in the European Union: Main Policy Issues and Future Challenge*“), COM 2002(257) final

Zúčtování a vypořádání v Evropské unii – Cesta vpřed („*Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*“), COM(2004)312 final

Evropská komise - Skupina právní jistoty, Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU („*EU Clearing and Settlement - Questionnaire, Legal Certainty Group – European Commission*“), MARKT/G2/MNCT D(2005), 24. dubna 2006

- Federální rezervní banka New York (Federal Reserve Bank of New York), Odpověď na Dotazník ohledně zúčtování a vypořádání v EU připravený Evropskou komisí a Skupinou právní jistoty, 6. března 2006

Hodnotící zpráva týkající se směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování (EU 25), Zpráva Evropské komise, (2005)657 v konečném znění, 15. prosinec 2006,

Hodnotící zpráva týkající se směrnice o dohodách o finančním zajištění (2002/47/EC), Zpráva Evropské komise Radě a Evropskému Parlamentu, KOM(2006)833 v konečném znění, 20. prosinec 2006

Zpráva o zúčtování a vypořádání („*EU Clearing and Settlement*“), Evropská komise, MARKT/G2/MNCT D(2005), Brusel

Návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů společností, jež mají své zapsané sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou připuštěny k obchodování na regulovaných trzích a jež mění směrnici 2004/109/ES – Posouzení vlivů, KOM(2005) 685 v konečném znění, 5. leden 2006

Příloha k návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů společností, jež mají své zapsané sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou připuštěny k obchodování na regulovaných trzích a jež mění směrnici 2004/109/ES – Posouzení vlivů (KOM(2005) 685 v konečném znění) („*Commission staff working document - Annex to the Proposal for a Directive on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC - Impact assessment*“) (COM(2005) 685 final), SEK/2006/0181, 17. únor 2006

Haagská konference mezinárodního práva soukromého

Zpráva prvního sekretáře Stálé kanceláře Haagské konference mezinárodního práva soukromého Christopha Bernasconiho: „*Právo použitelné na dispoziční úkony s cennými papíry drženými v rámci systému nepřímé držby*“, předběžný dokument č. 1 z listopadu 2000 pro účely pracovní skupiny z ledna 2001 („*La loi applicable aux actes de disposition des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte*“), úvodní dokument č.1 z 1. listopadu 2000

Právní komise (Velká Británie)

Úmluva UNIDROIT o hmotněprávních ustanoveních týkajících se nepřímo držených cenných papírů, Další doplněná rada Ministerstvu financí Jejího Veličenstva, („*The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Further Updated Advice to HM Treasury*“), květen 2008

Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: První seminář – Cíle společného právního rámce („*Law Commission Project on Intermediated*

Investment Securities: First Seminar – Objectives of a Common Legal Framework"), 22. březen 2006

Projekt Právní komise ohledně nepřímo držených cenných papírů: Druhý seminář – Problémy týkající se majitelů účtů a prostředníků (*„Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Second Seminar – Issues affecting Account Holders and Intermediaries“*), 23. června 2006

Devátý program právních reforem Právní komise, Zpráva Parlamentu Spojeného království (*„The Law Commission Ninth Programme of Law Reform, Report to the UK Parliament“*), březen 2005, Law Com No 293, HC 353

Právní výbor pro finanční trhy (Financial Market Law Committee, Velká Británie)

Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, analýza potřeby legislativy týkající se věcných práv k nepřímo drženým cenným papírům a jejich povahy s vyjádřením zásad pro legislativní statut pro nepřímo držené cenné papíry, problém č. 3 (*„Property Interests in Investment Securities, Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute, Issue 3“*), 3. července 2004

Věcná práva k nepřímo drženým cenným papírům, Zpráva o analýze revizí článku 8 jednotného obchodního zákoníku, problém č. 3 (*„Property Interests in Investment Securities, Report on Research into the 1994 Revisions to Article 8 of the Uniform Commercial Code, Issue 3“*), 3. července 2005

Skupina G-30

Zpráva o systémech zúčtování a vypořádání na světových trzích cenných papírů (*„Report on Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Market“*), 1989

UNIDROIT

Zpráva neformální pracovní skupiny pro systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry, (*„Report of the Informal Working Group on Securities Clearing and Settlement Systems Including Rules of Central Securities Depositories“*), UNIDROIT, CONF. 11 – Doc. 6, únor 2008

Komentář vlády Spojených států amerických – Poznámky o derivátech obchodovaných na organizovaných trzích a mimo tyto trhy (*„Comments by the Government of the United States of America - Observations on Exchange-Traded and Over-the-Counter Derivatives“*), Studie LXXVIII – Doc. 45 (g), 6/15. listopadu 2010

Poziční dokument Studijní skupiny UNIDROIT pro harmonizaci hmotněprávních norem týkajících se nepřímo držených cenných papírů (*„Position paper of the UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities“*), Studie LXXVIII - Dok. 1, srpen 2003

„Právní riziko a efektivita trhu“, Seminář UNIDROIT o harmonizovaných hmotněprávních normách týkajících se cenných papírů držených u prostředníka („*Legal Risk and Market Efficiency*“ UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary”), Řím, 12. listopad 2003

Ostatní instituce

Evropská skupina právníků finančních trhů, (EFMLG), Zpráva EFMLG: Harmonizace právního rámce pro práva evidovaná v podobě záznamu k některým finančním nástrojům v Evropské unii („*Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union*”), červen 2003

Giovanniniho skupina, Způsoby přeshraničního zúčtování a vypořádání v Evropské unii („*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*”), tzv. „První Giovanniniho zpráva“, listopad 2001, Brusel

Giovanniniho skupina, Druhá zpráva o způsobech zúčtování a vypořádání v EU („*Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*”), tzv. „Druhá Giovanniniho zpráva“, listopad 2003, Brusel

Lamfalussyho výbor moudrých mužů, Závěrečná zpráva výboru moudrých mužů o regulaci evropských trhů s cennými papíry („*Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*”), tzv. „Lamfalussyho zpráva“, 15. února 2001, Brusel

Mezinárodní advokátní asociace (IBA), Zpráva o sympoziu Mezinárodní advokátní asociace o právním riziku („*Report on the International Bar Association Symposium on Legal Risk*”), Londýn, 20. října 2003, JIBFL zvláštní vydání - duben 2004, str. 1 an.

Skupina právní jistoty („*Legal Certainty Group*“), Druhá rada Skupiny právní jistoty, Řešení právních překážek týkajících se post-tradingových činností v EU („*Legal Certainty Group – Second Advice of Legal Certainty, Solutions to Legal Barriers relating to Post Trading within EU*“), srpen 2008

Skupina právní jistoty („*Legal Certainty Group*“), Projekt EU a Skupiny právní jistoty, Priority pro skupinu právních expertů, BNP Paribas, služby týkající se cenných papírů, („*EU Legal Certainty Project, Priorities for the Legal Expert Group, BNP Paribas – Securities Services*“)

IV. OSTATNÍ

Black's Law Dictionary, West Publishing Co., 7. zkrácené vydání, 2000

Dictionnaire de la culture juridique, sous la direction de Denis Alland et Stéphane Rials, Quadrigé/Lamy-PUF, 1. vydání, 2004, Paris

MoniEUr, PriceWaterhouseCoopers - Ambruz &Dark, 4/2007

Patria Online: <http://www.patria.cz/FondyDerivaty/Warranty/Popis.html>